



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales y Determinantes de las Dinámicas de los Mercados Locales de Capitales**



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la Junta Directiva  
del Banco de la República

## **Comportamiento de los Mercados Financieros Internacionales y Determinantes de las Dinámicas de los Mercados Locales de Capitales**

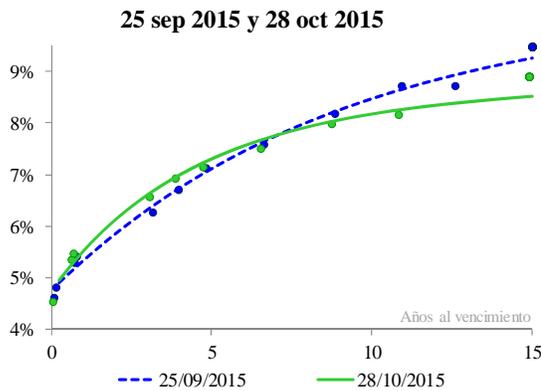
Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales  
Departamento de Operaciones y Desarrollo de Mercados

# 1. Evolución del mercado de deuda pública

## 25 de septiembre al 28 de octubre de 2015

En Colombia, al comparar los datos entre el 25 de septiembre y el 28 de octubre de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 18 p.b. y 26 p.b. en los tramos corto y medio, respectivamente, al tiempo que disminuyeron 30 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente disminuyó 48 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de -52% a -10%<sup>1</sup>. La correlación a 30 días pasó de -30% a -25% (Gráficos 1, 2, 3, 4 y 5).

**Gráfico 1: Curvas Spot Colombia\***



**Cambios Promedio en la Curva por Tramos**  
(comparando puntos de referencia)

Tramo	Tramo	Tramo
Corto 0-2	Medio 2-5	Largo 5-15
Años	Años	Años
18	26	-30

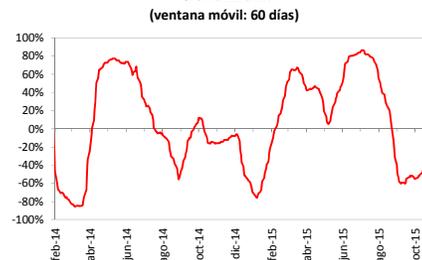
*Cifras en puntos básicos*

Nivel	Pendiente	Curvatura
5	-48	64

*Los factores de riesgo reflejan el cambio en la curva spot mediante tres factores: nivel, pendiente y curvatura*

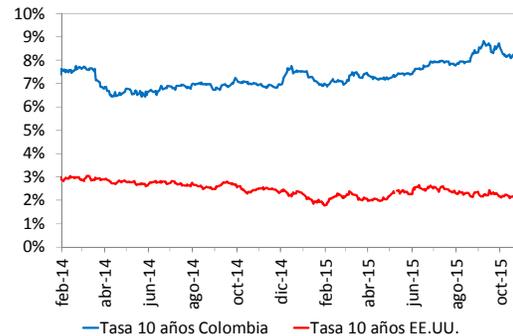
Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.\* Las Curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel. Se incluyen TCO en la estimación de la curva.

**Gráfico 2: Correlación Tasas de 10 años EE.UU. y Colombia**



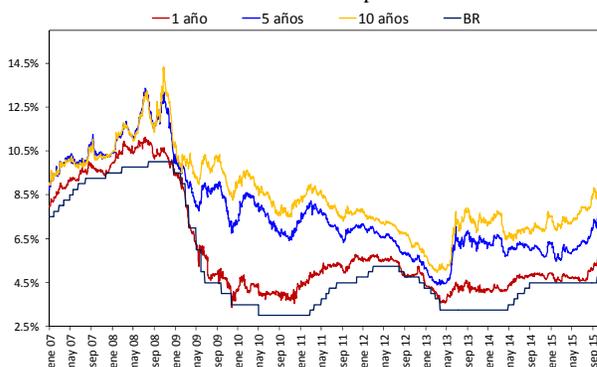
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República. \*Ventana móvil 60 días.

**Gráfico 3: Tasas Cero Cupón 10 años de Colombia y EE.UU.**



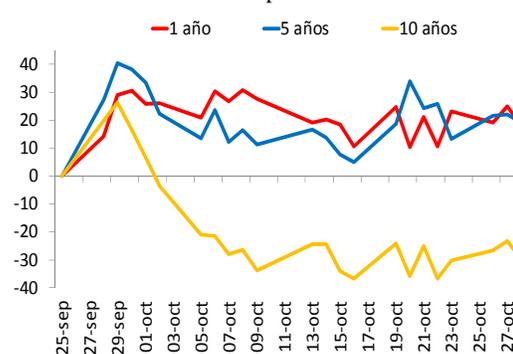
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 4: Tasas Cero Cupón TES en pesos y Tasa Referencia del Banco de la República**



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 5: Variación (p.b.) tasas cero cupón desde el 25 de septiembre**



Fuentes: SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

<sup>1</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 74%.

Similar a lo ocurrido con los bonos de largo plazo de Colombia, en este mismo período (25 de septiembre a 28 de octubre de 2015) en general los bonos de Chile, México, Perú y Brasil se valorizaron ante la menor percepción de riesgo hacia estas economías, lo que se asocia a un cambio en las expectativas en torno al comienzo de la normalización de la política monetaria de la Fed, pues la mayoría de agentes han descartado que el primer incremento de la tasa de referencia ocurra este año y ahora esperan que sea en el 2016<sup>2</sup>. Los bonos de Brasil registraron las menores valorizaciones del tramo largo, debido a las presiones al alza en las tasas que pudo generar la decisión de Fitch Ratings de recortar la calificación de su deuda de BBB a BBB-, el menor grado de inversión<sup>3</sup>.

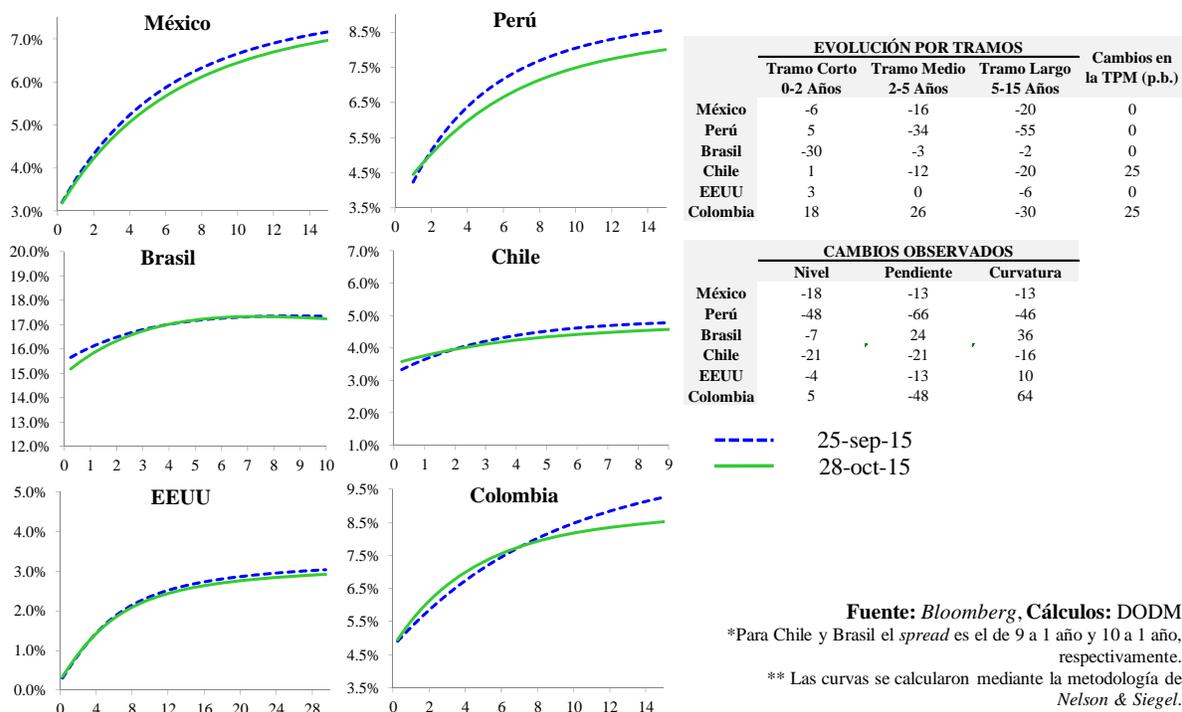
Los tramos medio y corto de las curvas presentaron comportamientos diferentes. Los bonos del tramo corto de Colombia se desvalorizaron ante la decisión de la JDBR de aumentar la tasa de referencia y expectativas de futuros incrementos. Esto contrasta con el comportamiento de los bonos de Chile, pues aunque el banco central de ese país también anunció un incremento de la tasa de política, este ya se encontraba descontado por el mercado.

En cuanto a los bonos del Tesoro de EE.UU., estos se valorizaron levemente ante el cambio en las expectativas con respecto a la política monetaria de la Fed.

La evolución de las curvas cero cupón de los países de la región durante el período analizado se muestra en el Gráfico 6.

**Gráfico 6:** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. desde la última reunión de la JDBR

**Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Período: 25-sep-15 y 28-oct-15**



**Fuente:** Bloomberg, **Cálculos:** DODM

\*Para Chile y Brasil el *spread* es el de 9 a 1 año y 10 a 1 año, respectivamente.

\*\* Las curvas se calcularon mediante la metodología de Nelson & Siegel.

<sup>2</sup> El 25 de septiembre se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,25% en enero del 2016. Durante el período llegó a considerarse que sería en marzo, y actualmente se considera que será en febrero.

<sup>3</sup> Las calificaciones de *Moody's* y de *Standard and Poor's* son Baa3 y BB+, respectivamente.

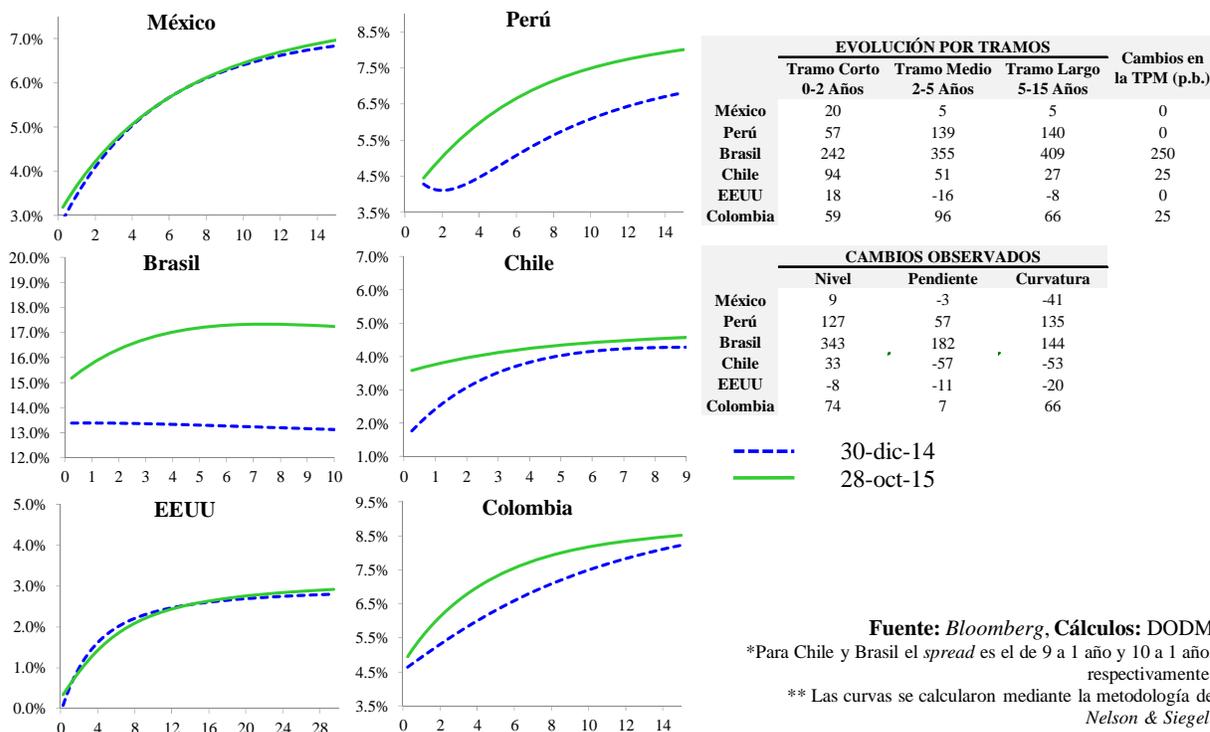
## Comportamiento de las curvas cero cupón de EE.UU, Colombia y otros países de la región en lo corrido de 2015:

En lo corrido del año los bonos de la región han presentado desvalorizaciones. En general en todos los países hubo valorizaciones en enero, y desvalorizaciones entre febrero y octubre<sup>4</sup> (Gráfico 7). Los países cuyos bonos se han desvalorizado en mayor medida son los de Brasil y los de mediano y largo plazo de Perú. En el caso de Brasil, los movimientos del tramo corto obedecen en parte al incremento de 250 p.b. de la tasa de referencia. Los tramos mediano y largo están relacionados con una mayor prima de riesgo ante las perspectivas de crecimiento negativo y más recientemente debido a los recortes de su calificación y la pérdida de grado de inversión por una agencia calificadoras. En el caso de Perú, algunas medidas implementadas por el banco central han limitado la capacidad de los bancos para ofrecer cobertura cambiaria a los inversionistas extranjeros, lo que parece estar desincentivando la compra de títulos por parte de estos agentes.

Los bonos de EE.UU. se han desvalorizado en el tramo corto reflejando las expectativas de que la tasa de política sea incrementada en los próximos meses. Los bonos de largo plazo han estado influenciados por ajustes en la percepción de riesgo a nivel internacional y expectativas respecto a la inflación en EE.UU.

**Gráfico 7:** Comportamiento curvas *spot* Latinoamérica y EE. UU. en lo corrido de 2015

### Curvas Spot Latinoamérica y EE.UU., Periodo: 30-dic-14 y 28-oct-15



<sup>4</sup> Las valorizaciones de enero están asociadas a la continuidad de la amplia liquidez a nivel mundial. Por su parte, las desvalorizaciones desde febrero están relacionadas con un nuevo ajuste en las expectativas con respecto a la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal.

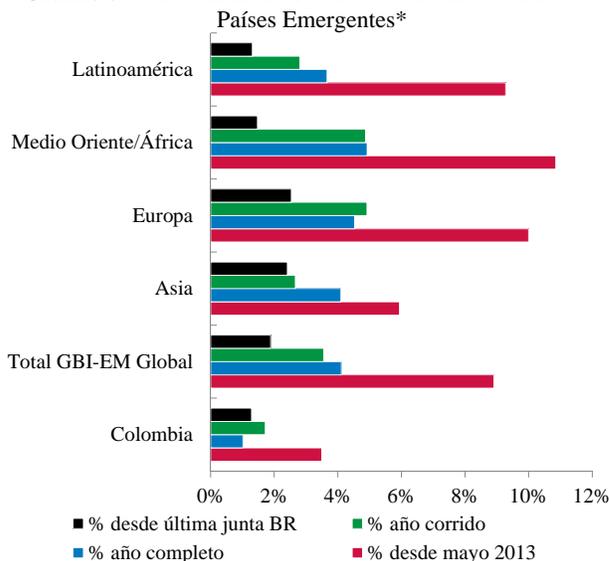
## Comportamiento de la deuda en moneda local de países emergentes:

En el Gráfico 8 se puede observar la variación del índice de precios de bonos en moneda local de los países emergentes<sup>5</sup> (incluyendo Colombia) en los últimos 12 meses, desde mayo de 2013, en lo corrido de 2015 y desde la última reunión de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Desde la última reunión de la JDBR la mayoría de los índices regionales se valorizaron, principalmente los de Europa (2,5%) y Asia (2,4%). Al analizar los índices para una muestra de países, se encuentra que los que presentaron los mayores incrementos fueron los de Nigeria (6,3%), Rusia (5,4%), Indonesia (5,0%), Turquía (5,0%) y Perú (3,8%). Por su parte, el índice para Colombia aumentó 1,3%. El comportamiento de estos índices desde la última reunión de la JDBR puede estar relacionado con las expectativas de que la Fed no incrementará sus tasas de interés de referencia este año y, en general, con la recuperación de la percepción de riesgo internacional.

Por su parte, el IIF estimó entradas netas de capital a economías emergentes en octubre por US\$13,91 billones, contrastando las salidas registradas durante los últimos tres meses<sup>6</sup>. En particular, para los mercados de renta fija y renta variable estimó entradas netas por US\$7,74 billones<sup>7</sup> y US\$6,17 billones<sup>8</sup>, respectivamente. Para los mercados de deuda en Latinoamérica estimó entradas netas por US\$1,97 billones (Gráfico 9). Adicionalmente, esta entidad señaló que la recuperación en el ritmo de los flujos de capital tuvo lugar principalmente a principios del mes, especialmente hacia los mercados de deuda, lo que podría estar reflejando un cambio positivo en la percepción de riesgo de los inversionistas hacia las economías emergentes. No obstante, señaló que recientemente el ritmo de las entradas parecía estar perdiendo fuerza.

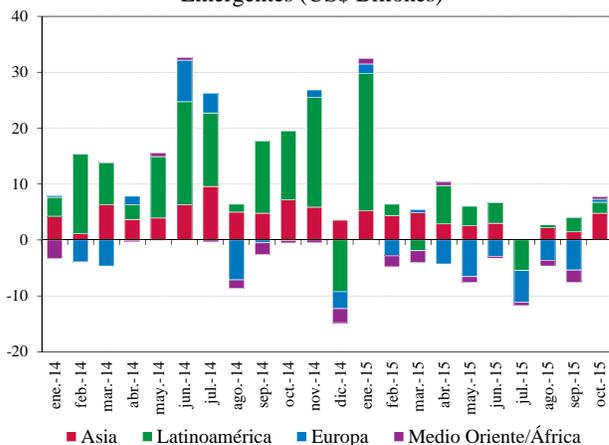
**Gráfico 8:** Variación Índices de Deuda en Moneda Local de Países Emergentes\*



Fuente: Bloomberg, Cálculos: DODM.

\*Variación porcentual del índice GBI-EM de JP Morgan.

**Gráfico 9:** Flujos de Portafolio hacia Renta Fija Economías Emergentes (US\$ Billones)



Fuente: IIF.

<sup>5</sup> El *Government Bond–Emerging Market Index* (GBI-EM) es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el PIB debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el GBI-EM Global está compuesto por los países cuyos bonos son más fáciles de replicar.

<sup>6</sup> *EM Portfolio Flows Tracker*. La muestra a partir de la cual se construyen estos indicadores es: **Europa:** Bulgaria, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; **Asia:** China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia; **Latinoamérica:** Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela; **Medio Oriente/África:** Egipto, Líbano, Marruecos, Nigeria, Arabia Saudita, Sudáfrica y Emiratos Árabes Unidos.

<sup>7</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$4,81 billones, Latinoamérica US\$1,97 billones, Europa US\$0,50 billones y Medio Oriente/África US\$0,46 billones.

<sup>8</sup> Distribuidos de la siguiente manera: Asia US\$3,89 billones, Latinoamérica US\$2,18 billones, Europa US\$1,10 billones y Medio Oriente/África -US\$1,00 billones.

## Análisis del comportamiento de la curva cero cupón de Colombia entre el 25 de septiembre y el 28 de octubre de 2015:

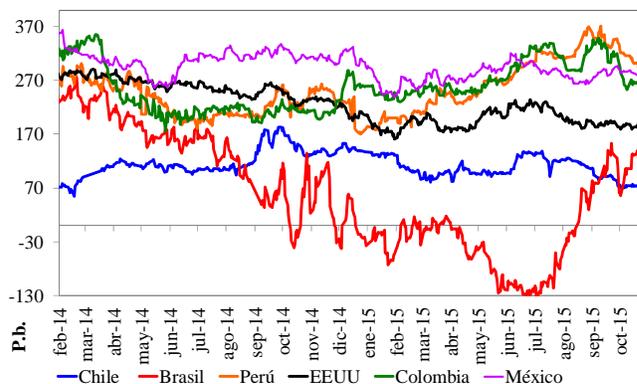
El Gráfico 10 ilustra la diferencia entre las tasas cero cupón a 1 y 10 años para EE.UU. y los países de la región. La pendiente de Colombia disminuyó al pasar de 314 p.b. a 266 p.b. de tal manera que es inferior a la de Perú (284 p.b.) y México (278 p.b.) pero sigue siendo superior a las de Chile y Brasil.

En el Gráfico 11 puede observarse que la correlación entre las pendientes de Chile, México, Perú, Brasil y Colombia (línea azul) se ubica en niveles cercanos a -12%, mientras que la correlación que se calcula aislando factores internacionales (VIX y pendiente de Estados Unidos) (línea roja) se ubicó en -13%. Lo anterior indicaría que los movimientos de las pendientes de las curvas de la región obedecen a factores particulares de cada país. Por otra parte, al observar el promedio de la correlación entre las tasas de largo plazo se encuentra que esta disminuyó de 57% a 49%<sup>9</sup>.

Después de la última reunión de la JDBR los TES de corto y mediano plazo se desvalorizaron mientras que los de largo plazo se valorizaron. El incremento de las tasas de los tramos corto y mediano está relacionado con el aumento de la tasa de política (sorpresivo para algunos agentes) y expectativas de mayores incrementos que fueron reforzadas luego de conocerse el dato de inflación el cual resultó superior al esperado. Las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron mitigadas por las compras realizadas por entidades públicas en ese tramo como se verá más adelante.

La valorización del tramo largo estuvo en línea con la de otros países de la región y obedece a una menor percepción de riesgo ante la recuperación del precio del petróleo durante las primeras semanas de octubre, y expectativas de que la Fed tarde un poco más en comenzar la normalización de su política monetaria. Desde el 25 de septiembre se han presentado entradas de extranjeros al mercado de TES, principalmente en el tramo largo.

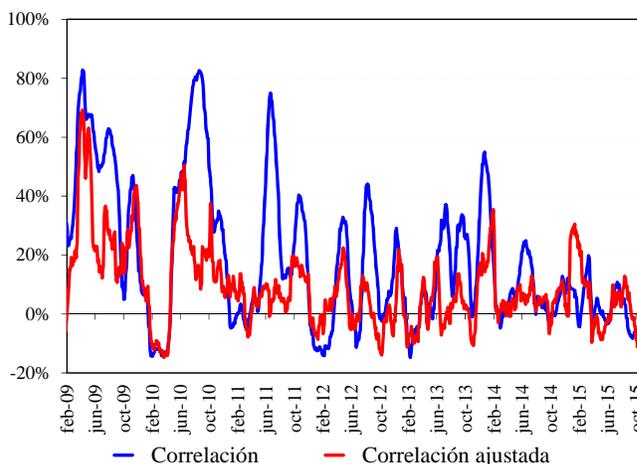
**Gráfico 10:** Pendiente de la Curva Cero Cupón – Latinoamérica y EE.UU.\*



\*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

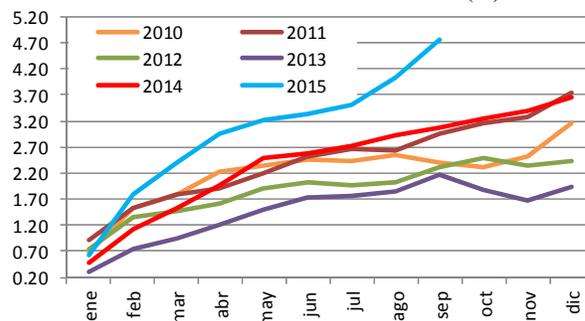
Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República. \*Las pendientes se calcularon como la diferencia entre la tasa cero cupón a 10 años y la tasa cero cupón a 1 año. Para Chile, esta diferencia es calculada con la tasa cero cupón a 9 años.

**Gráfico 11:** Correlación Pendientes Región



Fuente: Bloomberg, SEN y MEC, Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 12:** Inflación Año Corrido (%)



Fuente: Dane.

<sup>9</sup> Correlaciones calculadas entre el 25 de septiembre y el 27 de octubre de 2015. La más alta corresponde a la correlación entre Colombia y México (91%) y la más baja a la calculada entre Brasil y Perú (-15%).

A finales de septiembre, luego de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar en 25 p.b. la tasa de referencia, las tasas de los TES aumentaron para todos los plazos (en promedio 14 p.b, 26 p.b. y 19 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente), reflejando que esta decisión había sido sorpresiva para la mayoría de agentes del mercado. Los TES de largo plazo compensaron este movimiento luego que se publicaran datos del mercado laboral de EE.UU. que decepcionaron a los mercados, lo cual sumado a lo expresado en las minutas, en las que se señaló que los recientes acontecimientos globales económicos y financieros podrían desacelerar la actividad económica y generar mayores presiones deflacionarias en el corto plazo, llevó a varios analistas a descartar que la Fed comenzaría la normalización de su política monetaria en el año 2015.

A continuación se describen algunos eventos relevantes para el mercado.

El Dane publicó el 5 de octubre que la variación del índice de precios de septiembre había sido 0,72%, dato superior al esperado por el mercado (*Bloomberg*: 0,38%, encuesta del Banco de la República-BR: 0,29%) y superior a la inflación registrada en el mismo mes del año 2014. La variación anual fue 5,35%<sup>10</sup>. En la jornada siguiente a la publicación de la cifra de inflación las tasas de los TES presentaron variaciones de +10 p.b, +11 p.b. y 0 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente.

En la encuesta realizada a comienzos de octubre por el BR<sup>11</sup> se observó que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio pasó de 4,72% en septiembre a 5,58%. Para diciembre de 2016 las expectativas pasaron de 3,51% en septiembre a 3,89% en octubre, y la inflación esperada a dos años (octubre de 2017) se ubica en 3,46%<sup>12</sup>.

En la encuesta de Citibank el dato esperado de inflación para diciembre del 2015 pasó de 4,86% a 5,71%. Por su parte, según la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), las expectativas promedio de inflación para 2015 se ubicaron en 5,58% (ant: 4,71%).

El Gobierno anunció el 6 de octubre que retomaría el programa de colocaciones de TES a corto plazo<sup>13</sup>, y que realizaría una operación de redención anticipada del portafolio administrado por el Tesoro Nacional con el bono que vence en junio del 2016, por un monto aproximado de \$2,7 billones. Aunque inicialmente se anunció que las subastas comenzarían en la segunda semana de octubre, posteriormente (9 de octubre) se informó que estas colocaciones se aplazarían hasta noviembre para no acentuar las estrechas condiciones de liquidez en el mercado monetario.

El 16 de octubre se publicaron los datos de crecimiento de la producción industrial y las ventas al por menor en el mes de agosto, los cuales resultaron superiores a los esperados. Las ventas al por menor crecieron 5,4% (esp: 2,6%) y la producción industrial 2,6% (esp: 1,0%).

El 27 de octubre *Standard & Poor's* mantuvo estable la calificación crediticia de Colombia en BBB con perspectiva estable y señaló que el país ha respondido de manera adecuada frente a la coyuntura actual. Sin embargo, un funcionario de la calificadora reiteró que el sector bancario se ha

---

<sup>10</sup> Esta tasa es superior a la registrada para igual período del año 2014 (2,86%).

<sup>11</sup> Realizada entre el 7 y el 9 de octubre.

<sup>12</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para septiembre de 2017 era 3,27%.

<sup>13</sup> En ese momento indicó que las condiciones serían las siguientes: i) las colocaciones de títulos se realizarán los martes, ii) las referencias que se emitan tendrán un período de colocación trimestral hasta alcanzar un saldo aproximado de \$2,6 billones, iii) el plazo al vencimiento es de 364 días, iv) los ciclos de vencimientos de las referencias emitidas serán en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre, v) El mecanismo de colocación será mediante subasta holandesa, vi) estrategia abierta a todos los colocadores de Operaciones de Mercado Abierto.

deteriorado y que se debe replantear el plan fiscal e implementar nuevas medidas de ajuste. La agencia pronostica que Colombia registrará un crecimiento de 2,5% en el 2015 y de 3% en el 2016.

El Cuadro 1 presenta, segmentando por duración de los títulos, los compradores y vendedores de TES desde la última reunión de la JDBR (25 de septiembre de 2015), desde el 19 de marzo de 2014, día en el que se anunció el cambio en la ponderación de los bonos colombianos en el índice *GBI-Global Diversified* de JP Morgan, y en lo corrido de 2015.

**Cuadro 1: Compras Netas de TES\* en Pesos**  
(Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	(5'685'867)	(14'497'558)	(1'174'840)	6'517'253	(9'155'146)	(899'116)	84'607	867'091	52'582
Compañía de Financiamiento Comercial	(20'859)	(27'309)	7'407	1'500	(18'402)	-	(1'000)	(1'000)	(2'000)
Cooperativas	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	1'990'347	(1'027'809)	(284'533)	1'618'635	306'293	(179'564)	(102'339)	123'266	(158'637)
<b>Total EC</b>	<b>(3'716'379)</b>	<b>(15'552'677)</b>	<b>(1'451'967)</b>	<b>8'137'389</b>	<b>(8'867'255)</b>	<b>(1'078'680)</b>	<b>(18'732)</b>	<b>989'357</b>	<b>(108'055)</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	19'180	(68'730)	55'000	3'000	(10'730)	-	18'000	(10'000)	8'000
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	260'185	(3'488'303)	3'586'580	(235'888)	(137'611)	(594'920)	418'500	(1'494'100)	(1'670'520)
Fondos de Pensiones - Prima Media	(12'500)	(67'650)	-	(2'000)	(69'650)	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>266'865</b>	<b>(3'624'683)</b>	<b>3'641'580</b>	<b>(234'888)</b>	<b>(217'991)</b>	<b>(594'920)</b>	<b>436'500</b>	<b>(1'504'100)</b>	<b>(1'662'520)</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(581'266)	(376'553)	694'713	(271'906)	46'254	67'306	(3'387)	127'174	191'093
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	182'513	(551'647)	(65'051)	113'832	(502'866)	83'156	20'787	(273'242)	76'619
Extranjeros	18'000	(7'911)	17'500	24'300	33'889	-	-	-	-
Carteras Colectivas Abiertas	(8'807)	(34'938)	(11'000)	64'000	18'062	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>(398'753)</b>	<b>(928'200)</b>	<b>629'662</b>	<b>(158'074)</b>	<b>(456'612)</b>	<b>150'461</b>	<b>17'400</b>	<b>99'850</b>	<b>267'711</b>
Sociedades Fiduciarias Propia	(28'255)	(309'231)	29'000	304'414	24'183	(16'000)	(2'000)	2'500	(15'500)
Sociedades Fiduciarias Terceros	8'282'508	(3'097'899)	887'337	24'851'471	22'640'909	(618'362)	165'861	797'017	344'516
Extranjeros***	6'457'411	776'784	1'556'583	21'007'567	23'340'934	(642'391)	232'497	1'003'943	594'049
Carteras Colectivas Abiertas	(270'824)	(44'732)	(3'250)	35'750	(12'232)	(89'501)	(86'070)	(4'500)	(180'071)
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>8'254'253</b>	<b>(3'407'130)</b>	<b>916'337</b>	<b>25'155'886</b>	<b>22'665'093</b>	<b>(634'362)</b>	<b>163'861</b>	<b>799'517</b>	<b>329'016</b>
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	221'964	(142'002)	(52'500)	221'015	26'513	(16'500)	(50'000)	(12'000)	(78'500)
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	(2'500)	(5'621)	(8'000)	4'000	(9'621)	-	1'000	(1'000)	-
<b>Total Compañías de Seguros y Capitalización</b>	<b>219'464</b>	<b>(147'623)</b>	<b>(60'500)</b>	<b>225'015</b>	<b>16'892</b>	<b>(16'500)</b>	<b>(49'000)</b>	<b>(13'000)</b>	<b>(78'500)</b>
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>8'341'829</b>	<b>(8'107'636)</b>	<b>5'127'079</b>	<b>24'987'938</b>	<b>22'007'381</b>	<b>(1'095'320)</b>	<b>568'761</b>	<b>(617'733)</b>	<b>(1'144'292)</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	726'426	(976'950)	1'436'467	322'801	782'318	47'000	197'500	(25'500)	219'000
Total Entidades Públicas****	5'094'852	4'689'141	(3'353'644)	11'709	1'347'207	1'579'977	(440'134)	(203'422)	936'421
Otros*****	1'673'079	(2'388'498)	1'099'496	3'628'883	2'339'882	2'063	(4'563)	34'809	32'309
Extranjeros	265'876	-	-	(20'745)	(20'745)	-	-	1'876	1'876
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>12'119'806</b>	<b>(22'336'619)</b>	<b>2'857'432</b>	<b>37'088'720</b>	<b>17'609'533</b>	<b>(544'960)</b>	<b>302'833</b>	<b>177'511</b>	<b>(64'617)</b>

**zFuente:** BR. Información actualizada al 23 de octubre de 2015. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapaga entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. \*\* Fogafín, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanca Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

En general, los principales agentes compradores de TES en pesos desde la última reunión de la JDBR han sido las entidades públicas (\$936 mm, principalmente en el tramo corto) y los inversionistas extranjeros a través de sociedades fiduciarias (\$594 mm, tramo largo), mientras que los principales vendedores han sido los fondos de pensiones y cesantías en posición de terceros (\$1671 mm, tramos corto y largo).

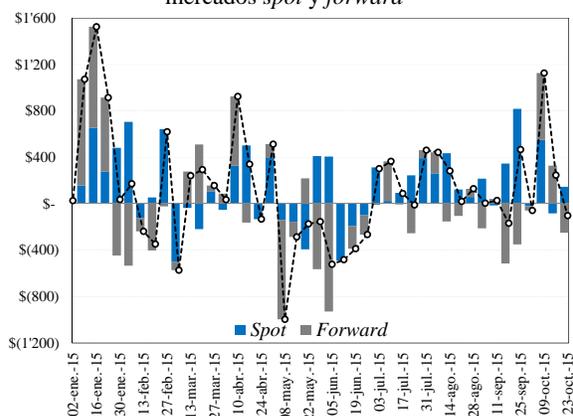
Los principales agentes compradores de TES denominados en UVR desde la última reunión de la JDBR han sido los bancos comerciales (\$301 mm, tramo largo) y las sociedades fiduciarias en posición de terceros (\$169 mm), mientras que los principales vendedores fueron las entidades públicas (\$207 mm) (Anexo 2).

En lo corrido del año los inversionistas extranjeros han realizado compras netas de TES en pesos por \$6741 mm, de los cuales \$596 mm se hicieron desde la última reunión de la JDBR. Específicamente, desde el 25 de septiembre se observaron compras por \$232 mm y \$1006 mm en los tramos medio y largo, respectivamente, al tiempo que vendieron en neto \$642 mm en el tramo corto. De esta forma, las entradas netas de estos agentes en octubre continuaron la tendencia

observada a lo largo del tercer trimestre del año<sup>14</sup>. En cuanto a títulos denominados en UVR, desde la última reunión de la JDBR estos agentes realizaron compras netas por \$10 mm.

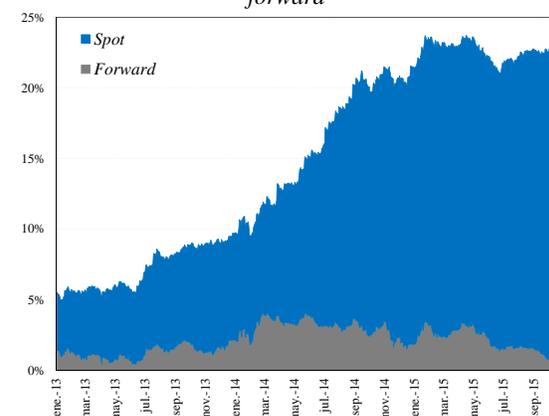
Desde la última reunión de la JDBR los inversionistas extranjeros mostraron un mayor apetito por TES en el mercado a futuro. La posición abierta de compra en contratos *Non Delivery Forward* (NDF) aumentó \$615 mm. Así, el saldo de compras netas NDF de TES por parte de los agentes *offshore* a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) pasó de \$1437 mm el 25 de septiembre a \$2052 mm el 23 de octubre.

**Gráfico 13:** Compras Netas de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



**Fuente:** Banco de la República. Miles de millones de pesos. \*Datos semanales.

**Gráfico 14:** Saldo de TES *offshore* en los mercados *spot* y *forward*\*



**Fuente:** Banco de la República. Miles de millones de pesos. \*Datos diarios.

Lo anterior puede observarse en los Gráficos 13 y 14 y en el Cuadro 1.1. El Gráfico 13 presenta las compras netas semanales de TES por parte de inversionistas extranjeros en ambos mercados. El Gráfico 14 muestra la evolución del saldo de TES de estos agentes en los mercados *spot* y *forward* como porcentaje del *stock* total de TES en pesos. Finalmente, el Cuadro 1.1 muestra las compras netas de TES en pesos en los mercados *spot* y *forward*. Se destaca que las ventas netas de TES a futuro del sector financiero corresponden únicamente a las operaciones realizadas con el *offshore*.

**Cuadro 1.1:** Cambio en Posición Compradora Neta de TES en Pesos en los Mercados de Contado y a Futuro

	2014			Corrido de 2015			Sep-15			Corrido de Oct-15		
	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL	Spot	Forward*	TOTAL
Sistema Financiero**	\$ (1'092)	\$ 238	\$ (854)	\$ (3'716)	\$ 591	\$ (3'126)	\$ (1'658)	\$ 1'318	\$ (340)	\$ 129	\$ (882)	\$ (753)
Offshore	\$ 17'739	\$ (238)	\$ 17'500	\$ 6'741	\$ (591)	\$ 6'151	\$ 1'081	\$ (1'318)	\$ (237)	\$ 754	\$ 882	\$ 1'636

Miles de millones de Pesos. Información actualizada al 23 de octubre de 2015. \*Solo se dispone de la información de derivados sobre TES con el *Offshore*.

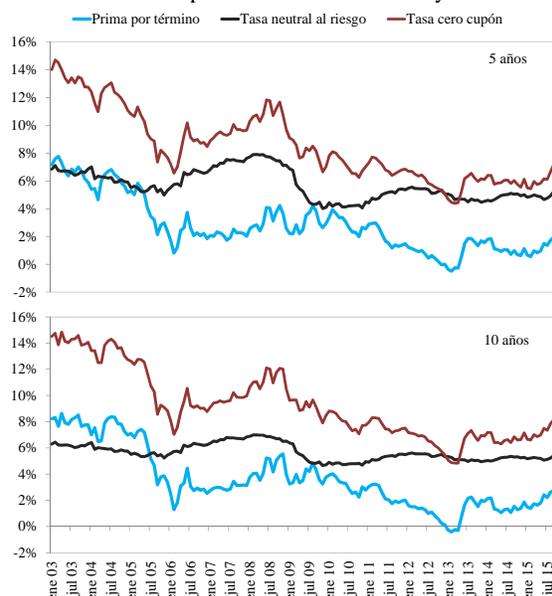
\*\*Bancos Comerciales, Compañías de Financiamiento Comercial, Cooperativas y Corporaciones Financieras.

<sup>14</sup> Durante julio, agosto y septiembre los inversionistas extranjeros compraron en neto \$1023 mm, \$1002 mm y \$1081 mm, respectivamente.

En lo corrido del mes de octubre se observa en promedio una disminución en la prima por término<sup>15</sup> para los títulos a 5 y 10 años respecto a las estimadas en septiembre (5 años: -27 p.b, 10 años: -45 p.b.) y un incremento en la tasa neutral al riesgo (5 años: 5 p.b, 10 años: 4 p.b.) (Gráfico 15).

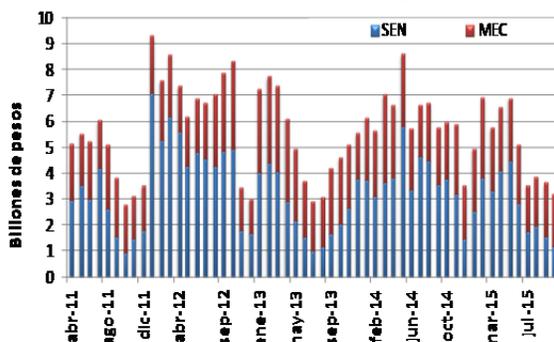
El 28 de octubre se venció un TES denominado en pesos por \$9152 mm<sup>16</sup>. A este se sumó el pago de un cupón el 24 de octubre por \$1089 mm para un total de \$10.241 mm. El valor de las emisiones ha sido \$467 mm<sup>17</sup>.

**Gráfico 15:** Prima por vencimiento TES a 5 y 10 años.



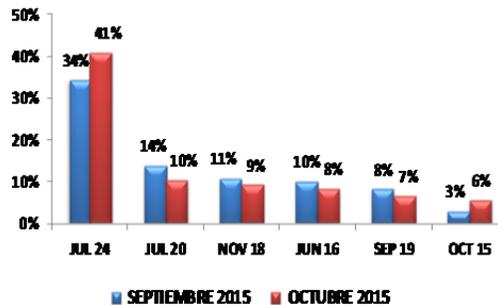
Fuente y Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 16:** Monto Promedio Diario Negociado de TES



Fuente y Cálculos: Banco de la República

**Gráfico 17:** TES más transados



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República. \* Los más transados mostrados en este gráfico son de cotización obligatoria.

El promedio diario de negociación disminuyó de \$5,1 billones en junio a \$3,5 billones en julio y desde entonces se ha mantenido en niveles inferiores a los \$4 billones, reflejando un menor dinamismo por incertidumbre a nivel local e internacional. En lo corrido de octubre ha sido \$3,2 billones<sup>18</sup>, inferior al observado en septiembre de este año (\$3,6 billones) y en octubre del 2014 (\$6,0 billones) (Gráfico 16). Los bonos denominados en pesos más transados han sido aquellos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 34% a 41%, seguidos de los que vencen en julio de 2020 cuya participación pasó de 14% a 10% (Gráfico 17).

<sup>15</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2014). *Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía.854. Banco de la República.

<sup>16</sup> \$8475 miles de millones corresponden a capital y el monto restante a intereses.

<sup>17</sup> Con datos al 28 de octubre. \$331 mm corresponden a bonos en pesos y \$136 mm a bonos denominados en UVR.

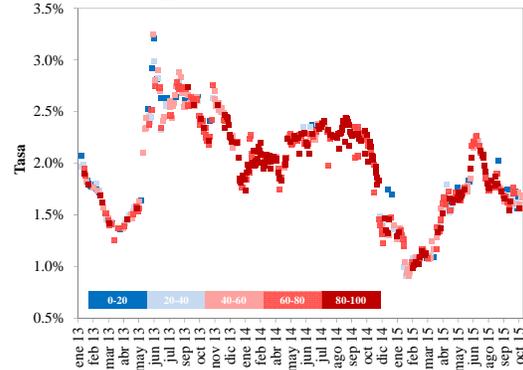
<sup>18</sup> Teniendo en cuenta operaciones de SEN y de MEC (incluye registros).

**Gráfico 18:** Tasa Cero Cupón Pesos 10 años y Volumen Negociación por Percentiles



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 19:** Tasa Cero Cupón UVR 2 años y Volumen Negociación por Percentiles



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

En los Gráficos 18 y 19 se presentan las tasas cero cupón de los TES en pesos y UVR más negociados (pesos: 10 años, UVR: 2 años). Se puede observar que desde el 25 de septiembre, en promedio, los montos de negociación de los TES en pesos fueron altos mientras que los montos de los TES UVR fueron bajos durante algunas jornadas.

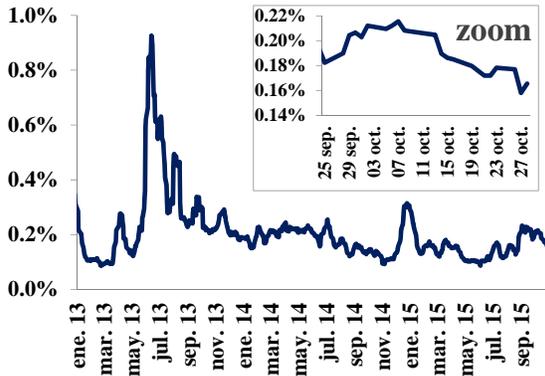
En cuanto al *bid-ask spread* de los TES en pesos (promedio ponderado<sup>19</sup>), su promedio móvil de 10 días disminuyó de 0,182% el 25 de septiembre a 0,165% el 28 de octubre. Durante este mismo periodo su promedio se ubicó en 0,191% (Gráfico 20 y Anexo 3).

En el Gráfico 21 se muestra la evolución de los márgenes entre las tasas de los TES locales y los TES globales en pesos. Respecto al 25 de septiembre, el margen disminuyó para todos los vencimientos, y en el caso de los bonos que vencen en el año 2021 el *spread* llegó a niveles cercanos a cero. En general, el comportamiento se explica por mayores desvalorizaciones de los TES globales respecto a las registradas en los locales, no obstante para el *spread* de 2027 el comportamiento también fue reflejo de las valorizaciones registradas en los TES locales. Adicionalmente, se venció un TES global el 22 de octubre.

Con respecto a Brasil, este margen (para títulos a 10 años) aumentó como resultado de las valorizaciones de los bonos globales y las desvalorizaciones de los locales (Cuadro 2). Para el caso de Chile, el margen se redujo levemente ante mayores valorizaciones de los locales respecto a las de los globales.

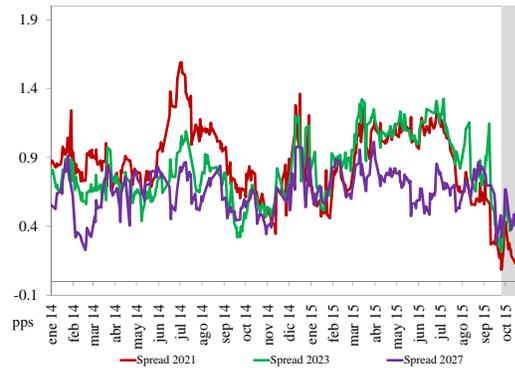
<sup>19</sup> Como porcentaje del precio *mid*, calculado como un promedio entre las puntas de oferta (*ask*) y demanda (*bid*). Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, y se ponderan utilizando el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización.

**Gráfico 20: Bid-Ask Spread\***



Fuente: Banco de la República. \*Como porcentaje del precio medio entre las puntas de oferta y demanda. Promedio Móvil de 10 días.

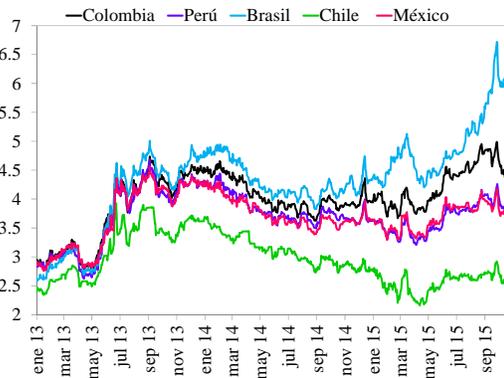
**Gráfico 21: Márgenes entre TES locales en pesos y TES globales en pesos\***



Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.\* Los márgenes se calculan con títulos de las dos clases cuyos vencimientos son similares.

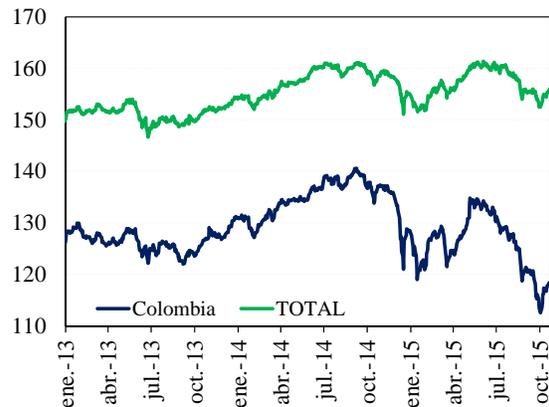
El margen entre las tasas a 10 años de los bonos locales (denominados en moneda local) y los bonos externos denominados en dólares (Gráfico 22) aumentó para Brasil, disminuyó para el caso de Perú y se mantuvo estable para los casos de Colombia, México y Chile. El movimiento en Brasil obedece a desvalorizaciones de los bonos locales y valorizaciones de los externos, el de Perú a mayores valorizaciones de sus bonos locales respecto a los externos, y para los otros casos a mayores valorizaciones de los bonos externos respecto a las de los locales (Cuadro 2).

**Gráfico 22: Tasas de Bonos Externos a 10 años denominados en USD**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 23: CEMBI Colombia y CEMBI Total**



Fuente: Bloomberg

En cuanto a la deuda de agentes diferentes al Gobierno Central, en el periodo analizado la Titularizadora Colombiana S.A. colocó títulos hipotecarios por \$371 mm<sup>20</sup>. Por otra parte, desde la última reunión de la JDBR el índice EMBI corporativo<sup>21</sup> para el *spread* de títulos colombianos frente a los *treasuries* aumentó 1,96%, en línea con el comportamiento de este indicador para el total de economías emergentes (1,44%) (Gráfico 23).

<sup>20</sup> Emisión realizada el 15 de octubre de 2015 donde la demanda fue 1,13 veces la oferta (\$418,5 mm), a 10 años y con una tasa fija de 3,20% E.A.

<sup>21</sup> El *Corporate Emerging Market Bond Index* (CEMBI) es un indicador de la deuda corporativa denominada en dólares emitida por entidades provenientes de economías emergentes.

**Cuadro 2:** Bonos locales y globales denominados en moneda local y bonos globales denominados en dólares (10 años).

<b>Rendimientos bonos yankees a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	4.5	3.8	6.2	2.7	3.8
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-31</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	171	111	347	12	92
Variación año corrido (p.b.)	168	96	364	27	87
<b>Rendimientos bonos globales (loc) a 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	7.3	n.d	13.1	4.2	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>0</b>	<b>n.d</b>	<b>-30</b>	<b>-15</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	337	n.d	640	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	348	n.d	771	n.d	n.d
<b>Tasa cero cupón locales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual	8.2	7.5	17.4	4.6	6.4
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-30</b>	<b>-56</b>	<b>4</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	308	319	709	-76	172
Variación año corrido (p.b.)	245	326	754	-107	63
<b>Margen bonos locales y bonos globales 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	0.8	n.d	4.4	0.4	n.d
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>-30</b>	<b>n.d</b>	<b>34</b>	<b>-4</b>	<b>n.d</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	-29	n.d	70	n.d	n.d
Variación año corrido (p.b.)	-103	n.d	-18	n.d	n.d
<b>Margen bonos locales y bonos en dólares 10 años</b>	<b>Colombia</b>	<b>Perú</b>	<b>Brasil</b>	<b>Chile</b>	<b>México</b>
Nivel Actual (pps)	3.6	3.7	11.2	2.0	2.6
<b>Variación desde última junta BR (p.b.)</b>	<b>1</b>	<b>-29</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Variación desde 1 de mayo de 2013 (p.b.)	137	209	362	-87	80
Variación año corrido (p.b.)	77	230	390	-134	-24

Fuentes: Bloomberg, SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

## 2. Indicadores de percepción de riesgo a nivel local

Con datos disponibles al 27 de octubre (EOF<sup>22</sup>, volatilidades preliminares<sup>23</sup> y márgenes crediticios preliminares<sup>24</sup>) el índice preliminar de percepción de riesgo IDODM aumentó frente al observado en septiembre, el cual cuenta con todo el conjunto de información<sup>25</sup> (Gráfico 24). En septiembre el indicador se redujo ante los mejores datos observados en los índices de comerciantes, industriales y consumidores para ese mes los cuales fueron publicados recientemente. El deterioro del índice en octubre se explica principalmente por el aumento de las expectativas de inflación.

El índice de confianza de los consumidores del mes de septiembre que calcula Fedesarrollo aumentó luego de ubicarse en terreno negativo en agosto. El índice pasó de -0,4 a 4,3 puntos y se ubicó 12,8 puntos por debajo de lo registrado en el mismo mes del 2014 (Gráfico 25). El comportamiento del indicador respecto a agosto se explica por una mejora en sus dos componentes: condiciones actuales y expectativas.

Además, Fedesarrollo publicó los resultados de su Encuesta de Opinión Empresarial del mes de septiembre de 2015. En los resultados se observó que respecto a agosto el índice de confianza industrial aumentó de 2,9 a 6,3, lo que se explica por la mejora en dos de sus tres componentes: nivel de existencias y volumen actual de pedidos. El indicador se ubicó 0,9 puntos por debajo del observado en el mismo mes de 2014. En línea con lo anterior, el índice de confianza comercial aumentó al pasar de 17,8 en agosto a 20,9 en septiembre, al tiempo que se deterioró respecto al observado en el mismo mes del año anterior (septiembre 2014: 23,2). El comportamiento del índice se explica por la mejora en sus tres componentes: expectativas de la situación económica para el próximo semestre, nivel de existencias y situación económica actual.

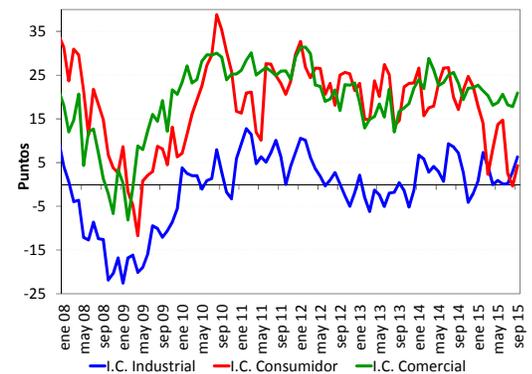
Por otra parte, Fedesarrollo y la BVC publicaron la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) del mes de octubre. En el Gráfico 26 puede observarse que respecto a lo que se esperaba en septiembre, en octubre los analistas financieros aumentaron levemente sus proyecciones de crecimiento para el 3T15, el 4T15, el año 2015 y el año 2016. No obstante, para los dos primeros se observa un leve sesgo a la baja. Respecto al pronóstico de crecimiento de 2016, los agentes esperan que sea levemente inferior al del año 2015.

**Gráfico 24:** Índice de Percepción de Riesgo (IDODM).



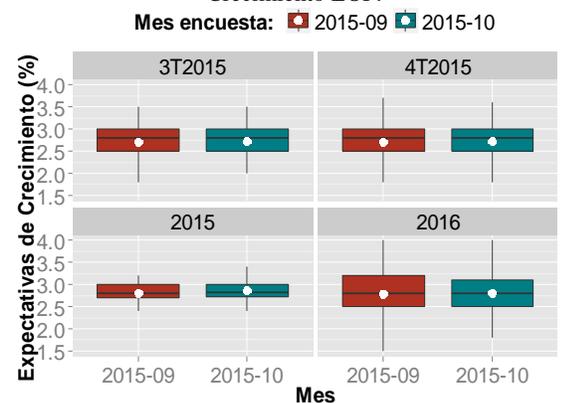
**Fuentes:** Banco de la República, Bloomberg, Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Los puntos verdes corresponden a datos preliminares del índice y están sujetos a cambios según la información disponible.

**Gráfico 25:** Índices de Confianza Industrial, Comercial y del Consumidor.



**Fuente:** Fedesarrollo.

**Gráfico 26:** Gráficos de Caja Expectativas de Crecimiento EOF.



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

<sup>22</sup> Publicada el 26 de octubre.

<sup>23</sup> Datos al 23 de octubre.

<sup>24</sup> Datos al 16 de octubre.

<sup>25</sup> Con excepción la Encuesta de Opinión Conjunta de la Andi, el indicador de septiembre cuenta con todo el conjunto de información.

En cuanto a la inflación (Gráfico 27), la encuesta refleja que en promedio la inflación esperada para el 2015 aumentó de 4,71% a 5,58%, y la mayoría de encuestados espera que a fin de año se ubique por encima de 5%. En cuanto a las expectativas para el año 2016, se espera que para octubre la inflación disminuya a 4,37% y que para el cierre del año sea 4,14% (anterior: 3,92%). Lo anterior refleja que los agentes esperan una caída más lenta de la inflación respecto a lo esperado el mes anterior. Adicionalmente, los agentes presentan un sesgo al alza para los datos de octubre y finales de 2016.

Con respecto al *spread*, el 57% de agentes espera que aumente (anterior: 68,8%), mientras un 31,4% espera que se mantenga igual (anterior: 22,6%) y un 11,6% que disminuya (anterior: 8,6%).

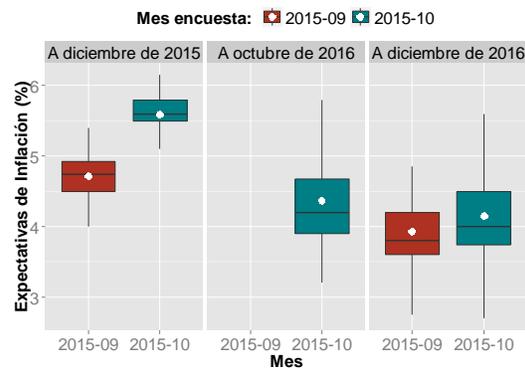
Finalmente, en cuanto a la duración de los portafolios de estos agentes<sup>26</sup>, un 29,1% espera que disminuya (anterior: 37,6%), un 34,9% espera que esta se mantenga estable (anterior: 26,9), y un 17,4% que aumente (anterior: 12,9%).

Por otro lado, la ANDI publicó los resultados de la Encuesta de Opinión Industrial de agosto, en la que se muestra que en lo corrido del año hasta ese mes, frente al mismo período del 2014, la producción industrial disminuyó 0,5% (ene-jul: -1,2%), mientras que las ventas totales disminuyeron 0,3% (ene-jul: -1,2%).

Entre el 25 de septiembre y el 28 de octubre el Colcap presentó una valorización de 1,12%, en línea con la menor percepción de riesgo y las valorizaciones registradas en las principales bolsas de valores a nivel global<sup>27</sup>. En línea con lo anterior, según la EOF los analistas financieros esperan que durante los próximos 3 meses el Colcap registre una valorización cercana al 1,22% (anterior: -0,32%)<sup>28</sup>. Para lo corrido de octubre, la volatilidad promedio del mercado accionario disminuyó respecto al promedio observado en septiembre y actualmente se ubica por debajo de su media histórica; además, predomina el estado de volatilidad baja luego que al 25 de septiembre predominara el estado de volatilidad media (Gráfico 28).

Por otro lado, según la EOF los analistas esperan que durante los próximos 3 meses los TES que vencen en 2024 presenten una desvalorización cercana a 4 p.b. (anterior: +16 p.b.)<sup>29</sup>. Por otra parte, desde el 25 de septiembre la volatilidad en el mercado de TES disminuyó aunque se mantiene por encima de la media histórica. En este mercado predominó el estado de volatilidad media luego que el 25 de septiembre predominará el de volatilidad alta (Gráfico 29).

**Gráfico 27:** Gráficos de Caja Expectativas de Inflación EOF.



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** Banco de la República. Se eliminan los datos atípicos de las gráficas. La línea negra del centro de la caja representa la mediana y el punto blanco la media de los datos. La caja incluye el 75% de los datos.

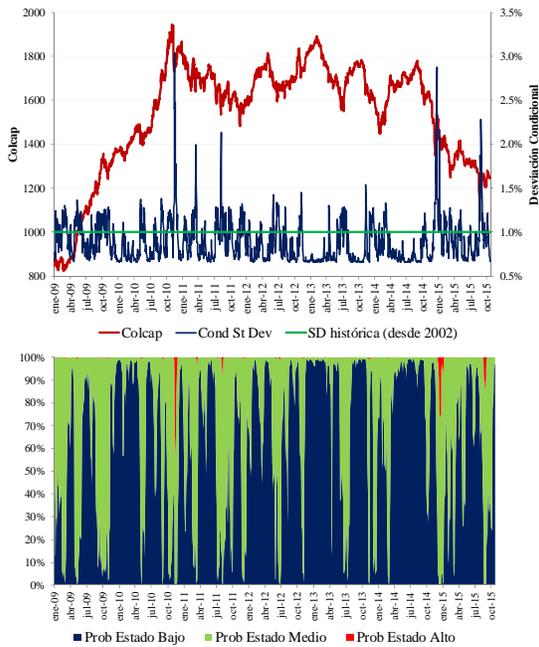
<sup>26</sup> Al 18,6% restante no les aplica la pregunta (anterior: 22,6%).

<sup>27</sup> El índice Dow Jones y el S&P se valorizaron 8,98% y 8,23% respectivamente. Por su parte el Eurostoxx se valorizó 9,89% al tiempo que el Shanghai Composite lo hizo en un 9,15%.

<sup>28</sup> El valor esperado se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango.

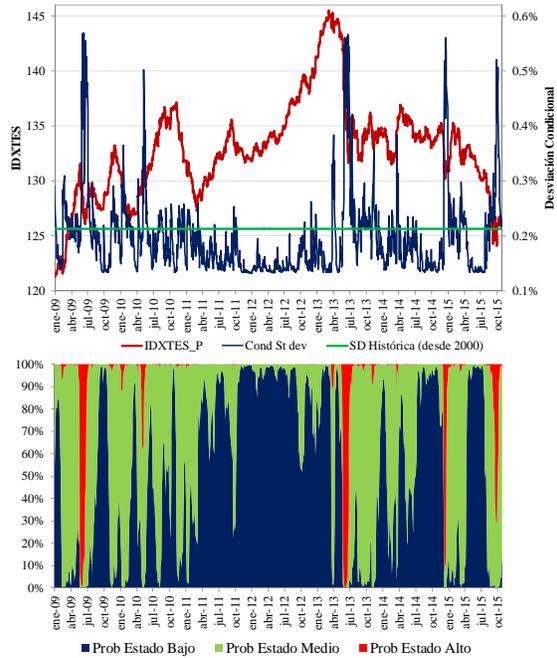
<sup>29</sup> El valor esperado de los TES a 2024 se calcula como la suma del porcentaje de analistas que espera un rango determinado multiplicado por el punto medio de dicho rango. Posteriormente se toma la tasa promedio del mes de la encuesta y se calcula la diferencia entre esta y la esperada por el mercado.

**Gráfico 28:** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado accionario (Colcap)



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 29:** Volatilidad Condicional y Regímenes de volatilidad en el mercado de TES (IDXTES)

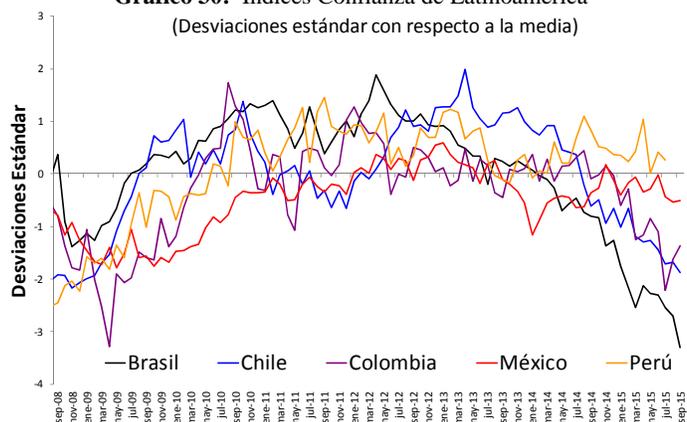


Fuente: Banco de la República, Cálculos: Banco de la República.

Con información al 16 de octubre, los márgenes entre las tasas activas y las tasas de los TES disminuyeron respecto a lo observado en septiembre para la cartera preferencial, mientras que aumentaron para las carteras de consumo y de tesorería<sup>30</sup>. El aumento del margen de tesorería (+32 p.b.) se explica por un mayor incremento de las tasas activas frente al observado en las tasas cero cupón de los TES a 30 días. El incremento en el *spread* para la cartera de consumo (+85 p.b.) responde tanto a incrementos de las tasas activas como valorizaciones en los TES de largo plazo. Para el caso de la cartera preferencial (-24 p.b.) la caída en el *spread* obedece principalmente a las caídas observadas en las tasas activas de mediano y largo plazo.

Finalmente, el Gráfico 30 ilustra cuántas desviaciones estándar por encima o por debajo de su media histórica se encuentran los indicadores de confianza del consumidor de Colombia y de otros países latinoamericanos (datos desestacionalizados). Puede observarse que de agosto a septiembre desmejoraron los índices de Brasil y Chile; y mejoraron los de Colombia y México<sup>31</sup>. Los indicadores de estos países permanecen por debajo de sus medias históricas.

**Gráfico 30:** Índices Confianza de Latinoamérica\* (Desviaciones estándar con respecto a la media)



Fuente: INEGI, BIE, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO. Cálculos: BR. \*Series desestacionalizadas. Desviaciones estándar con respecto a la media. Información mensual.

<sup>30</sup> Para mayor información ver Anexo 4.

<sup>31</sup> En el momento de elaboración de este informe no se conocía el dato de septiembre de Perú.

obstante, este resultado se dio luego de una recuperación de los indicadores de confianza de consumidores, comerciantes e industriales de septiembre, que mejoraron el indicador de ese mes.

### **3. Decisiones de política de los Bancos Centrales y Gobiernos de otros países:**

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Islandia (6,25%), Australia (2,0%), Suecia (-0,35%), Nueva Zelanda (2,75%), la Zona Euro (0,05%)<sup>32</sup>, Canadá (0,5%), EE.UU. (0,0%-0,25%), Inglaterra (0,5%) e Israel (0,10%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compras y el Banco de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto.

En EE.UU, la Fed publicó el *Beige Book* en el cual informó que entre julio y agosto la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo modesto. Seis distritos vieron un crecimiento modesto, tres reportaron un crecimiento moderado y uno registró una caída en su actividad económica. Adicionalmente, los datos de varios distritos reflejan que el fortalecimiento del dólar ha desacelerado la actividad manufacturera y ha desincentivado el turismo, sin embargo, las perspectivas económicas en general se mantuvieron positivas.

Adicionalmente, en las minutas de la última reunión de la Reserva Federal publicadas el 8 de octubre se señaló que el crecimiento económico se expandió de forma moderada en el 3T15 y que las condiciones del mercado laboral han mejorado en los últimos meses, aunque se resaltó que la tasa de participación laboral permanece en niveles bajos. Bajo este escenario, los miembros del FOMC indicaron que los recientes acontecimientos globales económicos y financieros podrían desacelerar la actividad económica y generar mayores presiones deflacionarias en el corto plazo, lo que justificó mantener inalterada la tasa de interés de referencia en la reunión de septiembre.

El 28 de octubre la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, en línea con las expectativas del mercado. En su comunicado señaló que la actividad económica continúa expandiéndose a un ritmo moderado y que los indicadores del mercado laboral han mejorado, aunque el ritmo de contrataciones se redujo y la tasa de desempleo se mantiene estable. Además, indicó que la inflación continúa por debajo del objetivo de 2,0%, reflejando las caídas de los precios de energía y de bienes importados no energéticos. Se destaca que la Fed retiró de su comunicado la indicación de que los recientes acontecimientos económicos y financieros a nivel global podrían desacelerar el crecimiento económico y elevar las presiones deflacionarias en el corto plazo, lo que para algunos analistas del mercado incrementó la probabilidad de que el organismo eleve el rango de su tasa de interés de referencia este año.

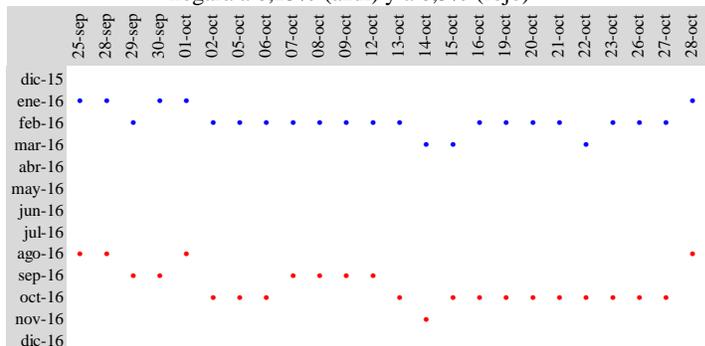
Por otra parte, de acuerdo con las tasas de interés implícitas en los contratos de futuros de los fondos federales, el 25 de septiembre se esperaba que la tasa de referencia llegaría a 0,25% en enero del 2016, a mediados de octubre llegó a considerarse que sería en marzo, y actualmente se espera nuevamente que ocurra en enero (puntos azules). El 25 de septiembre se esperaba que la tasa alcanzara un nivel de 0,5% (puntos rojos) en agosto de 2016 y recientemente se considera que eso ocurrirá en agosto (Gráfico 31). Lo anterior también se puede observar en el Gráfico 31.1, donde se muestra que el mercado espera un ritmo de incrementos de estas tasas similar al que se esperaba el 25 de septiembre. Por último, en el Gráfico 32<sup>33</sup> puede observarse que la probabilidad de que la tasa

<sup>32</sup> Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,3% y -0,2%, respectivamente.

<sup>33</sup> En este gráfico se presenta la probabilidad de que en la reunión de octubre de 2015 la tasa de interés de la Fed se ubique entre 0% y 0,25% (línea azul), entre 0,25% y 0,50% (línea roja) y por encima de este rango (línea verde)

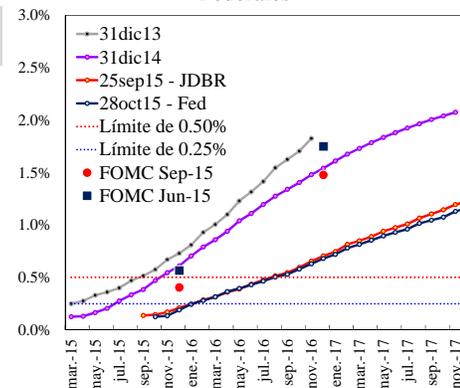
permanezca entre 0% y 0,25% en diciembre aumentó durante el periodo analizado pero luego de la última reunión del FOMC retornó a niveles similares a los del 25 de septiembre.

**Gráfico 31:** Momento en el que la Tasa de los Fondos Federales llegará a 0,25% (azul) y a 0,5% (rojo)



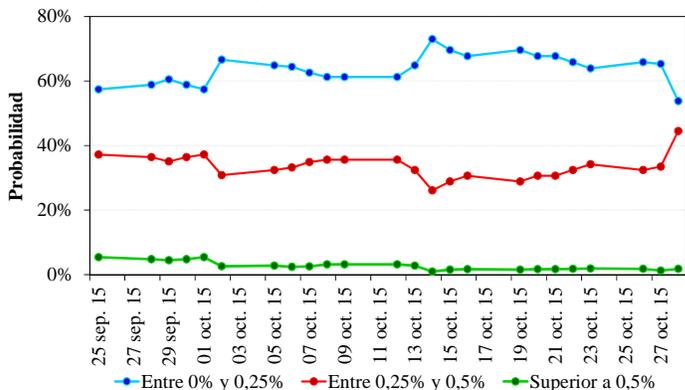
Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 31.1:** Senda esperada Tasa Fondos Federales



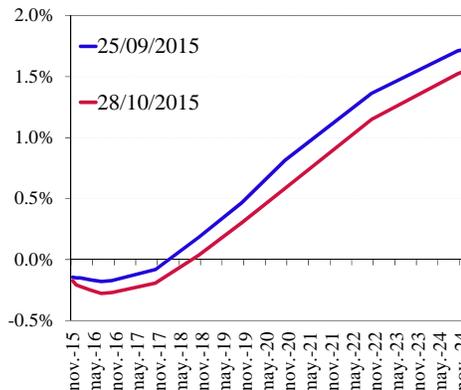
Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 32:** Probabilidad de niveles esperados de tasas para la reunión del FOMC de octubre de 2015



Fuentes: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 33:** Expectativas de las tasas del BCE



Fuente: Bloomberg.

En su reunión de política monetaria, el BCE mantuvo inalteradas sus tasas de interés y las medidas de política monetaria no convencionales, señalando que las compras de activos progresaban satisfactoriamente y continuaban teniendo un impacto favorable en el coste y en la disponibilidad del crédito para empresas y hogares. Además, el organismo indicó que será necesario examinar el grado de acomodación de la política monetaria en su reunión de diciembre, destacando su disposición y capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato a fin de mantener un grado adecuado de estímulo monetario. En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado descuenta que el primer incremento tenga lugar alrededor del tercer trimestre de 2018, luego que el 25 de septiembre descontaran este incremento en el primer trimestre de ese mismo año (Gráfico 33).

Por otra parte, el Banco Central de Suecia anunció que realizará compras adicionales de bonos gubernamentales por un monto de SEK65 billones (USD7,6 billones), extendiendo las compras previamente anunciadas que se realizarán hasta diciembre de este año, de tal forma que el monto total sea de SEK200 billones al cierre de junio del 2016. Adicionalmente, destacó que está preparado para poner en marcha medidas adicionales para estimular la economía y asegurar la

recuperación de la inflación<sup>34</sup>, las cuales podrían implementarse incluso por fuera de sus reuniones ordinarias. Finalmente, estimó que los niveles de la tasa de interés de referencia se mantendrán bajos por un periodo mayor al estimado en su última reunión.

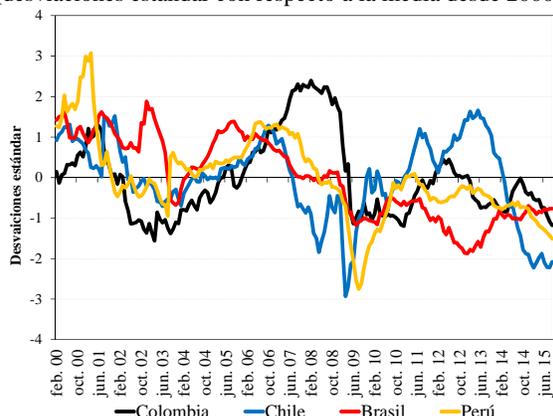
Los bancos centrales de Hungría, Turquía, Polonia, Corea del Sur e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 1,35%, 7,5%, 1,5%, 1,5%, y 7,5%, respectivamente, en línea con lo esperado. El Banco Central de India la recortó 50 p.b. a 6,75%, mientras que el mercado esperaba un recorte de 25 p.b. Por otra parte, el Banco Popular de China recortó nuevamente sus tasas de préstamos y de depósitos en 25 p.b. a 4,35% y 1,5%, respectivamente, y anunció un recorte del encaje bancario de 50 p.b. a 17,5%, con el propósito de estimular su economía y combatir los bajos niveles de inflación.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, México y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado por el mercado, de tal manera que se ubican en 14,25%, 3,0% y 3,5%, respectivamente. Por su parte, el Banco Central de Chile incrementó su tasa de política 25 p.b. a 3,25%, lo cual era esperado por el mercado.

Para mayor detalle de la información presentada en esta sección se puede consultar el Anexo 5.

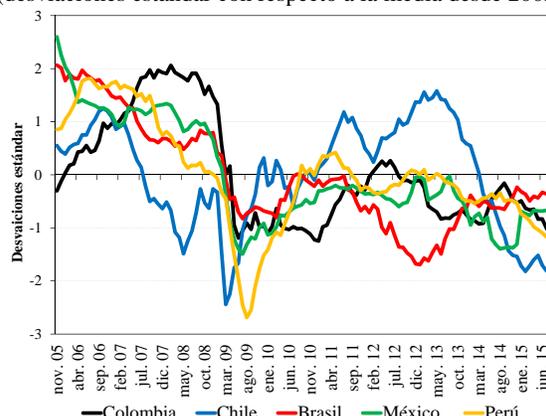
En los Gráficos 34 y 35 se muestra el número de desviaciones estándar con respecto a la media de las tasas de política monetaria expresadas en términos reales<sup>35</sup> desde el año 2000 (desde 2005 en el caso de México), periodo que incluye un ciclo de alzas y recortes de los países de la región. Se puede observar que en septiembre las tasas reales de todos los países se ubicaron por debajo de sus medias históricas<sup>36</sup>.

**Gráfico 34:** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar con respecto a la media desde 2000\*)



Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde febrero de 2000.

**Gráfico 35:** Tasas Reales de los Países de la Región (desviaciones estándar con respecto a la media desde 2005\*)



Fuentes: Bloomberg, Instituto Nacional de Estadísticas -Chile- y Banco Central de Reserva del Perú.\*Media y desviación histórica calculada desde octubre de 2005.

<sup>34</sup> Estas incluyen ampliar las compras de bonos, intervenciones en el mercado cambiario, la posibilidad de ejecutar compras de otros tipos de activos y la implementación de un programa de préstamos a las empresas a través de los bancos.

<sup>35</sup> Deflactadas con medidas de inflación básica.

<sup>36</sup> Desde febrero del año 2000, las medias de las tasas reales de Colombia, Chile, Brasil y Perú son 1,77%, 1,21%, 7,19% y 1,28%, respectivamente. Para México la tasa real media desde octubre de 2005 es de 1,62%.

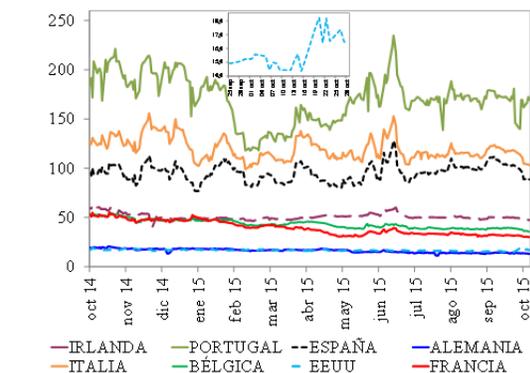
#### 4. Indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional

Entre el 25 de septiembre y el 28 de octubre los principales indicadores de percepción de riesgo a nivel internacional, particularmente el VIX y el VSTOXX, mejoraron, en contraste con el considerable deterioro observado durante agosto y septiembre (Gráfico 37). Esta recuperación de los indicadores estuvo asociada a expectativas de mayores condiciones de liquidez ante los comunicados de algunos bancos centrales de países desarrollados, y a la publicación de algunos datos débiles de empleo<sup>37</sup> y vivienda<sup>38</sup> en EE.UU, que llevaron a los agentes a estimar que el inicio de la normalización de la política monetaria ocurriría después de lo que se esperaba previamente. Adicionalmente, durante el periodo analizado se publicaron resultados corporativos favorables en EE.UU.

Por su parte, si bien aún persisten las preocupaciones en torno al desempeño de China, las decisiones del Banco Central de ese país para estimular la economía y algunos datos mejores a los esperados<sup>39</sup> influenciaron el desempeño de los indicadores de riesgo<sup>40</sup>. Lo anterior sumado a una recuperación del precio del petróleo durante las primeras semanas de octubre contribuyó a mejorar la percepción de riesgo de algunos países emergentes.

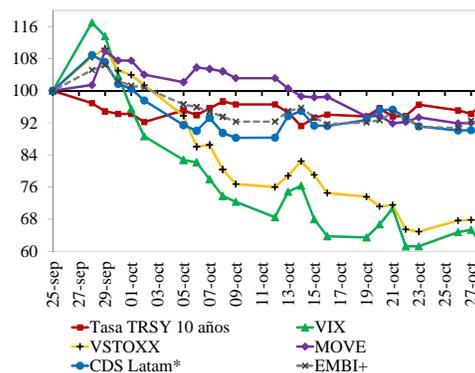
En cuanto al comportamiento del índice MOVE que mide la volatilidad de los bonos del Tesoro de EE.UU, este disminuyó, aunque registró incrementos temporales ante la publicación de las minutas y el *Beige Book* por parte de la Fed.

**Gráfico 36:** Credit Default Swaps otros países (5 años)



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 37:** Indicadores de Percepción de Riesgo a Nivel Internacional



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banco de la República. \*Corresponde a un promedio simple de los CDS de Brasil, Colombia, Perú, Chile y México.

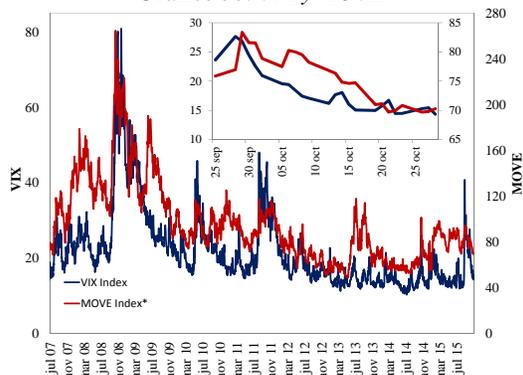
<sup>37</sup> En septiembre la tasa de desempleo se mantuvo en 5,1% y la tasa de participación de la fuerza laboral disminuyó a 62,4% (ant: 62,6%). El cambio en nóminas no agrícolas fue de 142 mil (esp: 200 mil, ant: 136 mil) y en la cuarta semana de septiembre las peticiones iniciales de seguro de desempleo aumentaron ubicándose en 277 mil (esp: 271 mil, ant: 267 mil).

<sup>38</sup> En agosto las ventas pendientes de viviendas disminuyeron 1,4% frente al mes anterior (esp: 0,4%, ant: 0,5%).

<sup>39</sup> En China el PIB en el 3T15 registró una variación trimestral de 1,8% (esp: 1,8%, ant: 1,7%) y anual de 6,9% (esp: 6,8%, ant: 7%). Por otro lado, en septiembre las ventas al por menor aumentaron 10,9% (esp: 10,8%, ant: 10,8%) frente a septiembre del 2014. Adicionalmente, la balanza comercial registró en septiembre un superávit de USD60,34 billones (esp: USD48,21 billones, ant: USD60,24 billones); las exportaciones e importaciones disminuyeron 3,7% (esp: -6%, ant: -5,5%) y 20,4% (esp: -16%, ant: -13,8%), respectivamente, frente a septiembre del 2014.

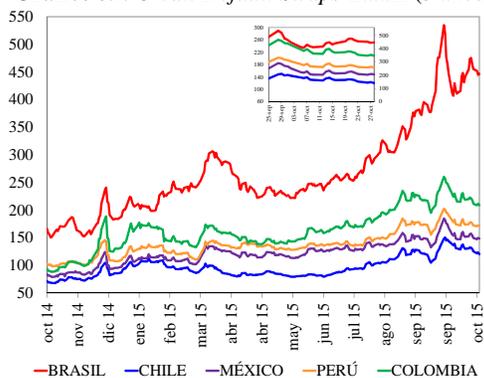
<sup>40</sup> En China el índice PMI compuesto Caixin se mantuvo en septiembre en 48 puntos, al tiempo que el índice PMI manufacturero aumentó a 47,2 puntos (esp: 47 puntos, ant: 47 puntos)

**Gráfico 38: VIX y MOVE\***



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 39: Credit Default Swaps Latam (5 años)**



Fuente: Bloomberg.

De esta manera, el VIX pasó de 23,6% el 25 de septiembre a 14,3% el 28 de octubre, al tiempo que el VSTOXX disminuyó de 30,5% a 20,7% y el índice MOVE<sup>41</sup> pasó de 75,9 a 70,2 (Gráficos 37 y 38).

Los indicadores de percepción de riesgo a nivel regional (CDS) disminuyeron en línea con la menor percepción de riesgo global. Entre el 25 de septiembre y el 28 de octubre los *Credit Default Swap* (CDS) de los países de la región disminuyeron 42 p.b. para el caso de Brasil, 33 p.b. para Colombia, 19 p.b. para México, 17 p.b. para Perú y 14 p.b. en el caso de Chile. Por su parte, el EMBI+ disminuyó 41 p.b. al tiempo que el EMBI Colombia lo hizo en 25 p.b. (Gráficos 39 y 40). La caída de Brasil se dio a pesar de la decisión de Fitch Ratings de recortar la calificación de su deuda de BBB a BBB-, el menor grado de inversión, y mantener la perspectiva negativa, lo que ha llevado a que se empiece a descontar la pérdida del grado de inversión de Brasil por una segunda calificadora.

Los indicadores de percepción de riesgo pudieron estar afectados por los cambios en los pronósticos económicos de algunos organismos multilaterales. En primer lugar, el Fondo Monetario Internacional recortó sus previsiones de crecimiento económico global para el 2015 y el 2016 a 3,1% (ant: 3,3%) y 3,6% (ant: 3,8%), respectivamente, debido a la desaceleración económica de los países emergentes y en vía de desarrollo. Así mismo, recortó los pronósticos de crecimiento para América Latina y el Caribe para el 2015 y el 2016 a -0,3% (ant: 0,4%) y 0,8% (ant: 1,7%), respectivamente. Por su parte, la CEPAL revisó a la baja los pronósticos de crecimiento de América Latina y el Caribe para el 2015<sup>42</sup> a -0,3% (ant: 0,5%) debido al fortalecimiento del dólar, la creciente volatilidad en los mercados financieros, la significativa caída en los precios de los bienes primarios y la desaceleración de las economías emergentes, en especial de China.

Con datos a agosto de 2015, se observa que los indicadores líderes de la actividad económica<sup>43</sup> publicados por la OECD<sup>44</sup> respecto a julio desmejoraron para China, Brasil, Estados Unidos, Japón y Reino Unido, mientras que se mantuvieron estables para Europa (Gráfico 41).

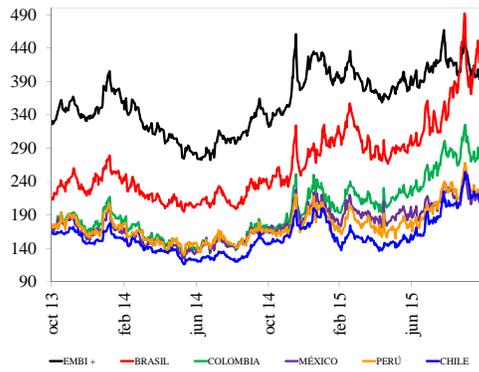
<sup>41</sup> Indicador que mide la volatilidad implícita en las opciones sobre los Bonos del Tesoro de los EE.UU.

<sup>42</sup> La CEPAL recortó los pronósticos de crecimiento de Colombia para el 2015 a 2,9% (ant: 3,4%).

<sup>43</sup> Toda la serie es actualizada en el momento en que se dispone de nuevos datos. La metodología puede ser encontrada en *OECD Leading Indicators and Business Cycles in Member Countries, Sources and Methods*, No 39, January 1987. El indicador busca replicar el índice de producción total utilizando, entre otros, el nivel del stock de bienes finales, precios de acciones, oferta monetaria, salarios, inicios de construcción y horas semanales de trabajo en el sector manufacturero.

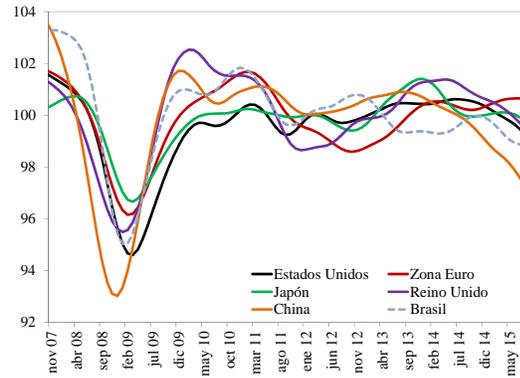
<sup>44</sup> Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

**Gráfico 40: EMBI Países Latam**



Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 41: Indicadores Líderes de Crecimiento de la OECD**



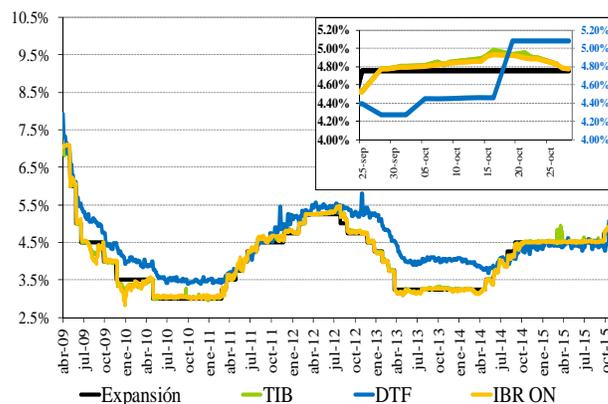
Fuente: OECD.

En resumen, los indicadores de percepción de riesgo a nivel global mejoraron ante expectativas de amplias condiciones de liquidez en el mercado internacional por la continuidad de las políticas expansionistas de la Fed y del BCE, y las medidas adoptadas por el Banco Central de China.

## 5. Tasas de Interés y Expectativas del mercado

En el Gráfico 42 se presenta la evolución de la tasa mínima de expansión del BR, la tasa interbancaria (TIB), la DTF y el IBR a un día. En octubre el IBR *overnight* y la TIB han oscilado en niveles superiores al de la tasa de política ante condiciones de baja liquidez ocasionada por los traslados de impuestos del sistema a la Tesorería en las últimas semanas. Sin embargo, recientemente las condiciones de liquidez se han normalizado y las tasas han retornado a niveles similares al de la tasa de referencia. Por su parte, la tasa de simultáneas del SEN fue 4,65% el 28 de septiembre, disminuyó a 4,0% durante las jornadas caracterizadas por desvalorizaciones de los TES (29 y 30 de septiembre), y recientemente es 4,24%<sup>45</sup>.

Gráfico 42: Tasas Interés Mercado Colombiano



Fuente: Bloomberg.

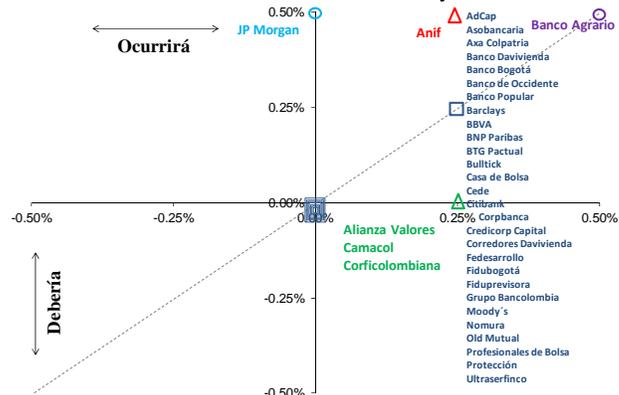
En cuanto a las expectativas de movimientos de la tasa de referencia por parte del BR, la mayoría de agentes esperan un incremento de 25 p.b. en la reunión de la Junta de esta semana.

En primer lugar, según la EOF de la BVC y Fedesarrollo publicada el 26 de octubre<sup>46</sup>, un 82,5% de los administradores de portafolio considera que la tasa de intervención será incrementada 25 p.b. a 5%, un 12,8% que se mantendrá inalterada en 4,75%, y el 4,7% restante, que será incrementada 50 p.b.

Adicionalmente, ante la pregunta *¿cuál es actualmente el factor más relevante a la hora de tomar sus decisiones de inversión?* un 34,9% mencionó la política monetaria (ant: 31,2%), un 25,6% (ant: 37,6%) señaló los factores externos, un 20,9% la política fiscal (ant: 18,3%), un 15,1% el crecimiento económico (ant: 9,7%), el 2,3% las condiciones sociopolíticas (ant: 1,1%) y el 1,2% restante otros factores (ant: 2,2%).

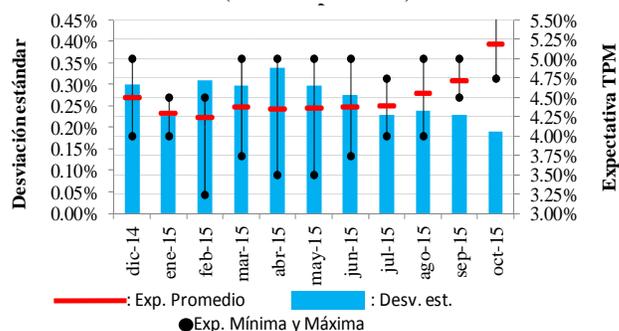
En segundo lugar, de acuerdo con la encuesta de expectativas de Bloomberg actualizada el 29 de octubre, el 94% (32 entidades) de los analistas espera que la JDBR anuncie un aumento de la tasa de referencia a 5,0%, el 3% (1 entidad<sup>47</sup>) espera un incremento de 50 p.b. a 5,25% y el 3% restante (1 entidad<sup>48</sup>) espera que la tasa permanezca inalterada.

Gráfico 43: Encuestas Citibank y Anif



Fuente: Citibank y Anif.

Gráfico 44: Expectativas TPM para Finales de 2015 (Encuesta Citibank)



Fuente: Encuesta Citibank.

<sup>45</sup> Dato del 28 de octubre.

<sup>46</sup> Realizada entre el 13 y el 21 de octubre.

<sup>47</sup> Banco Agrario.

<sup>48</sup> Scotiabank.

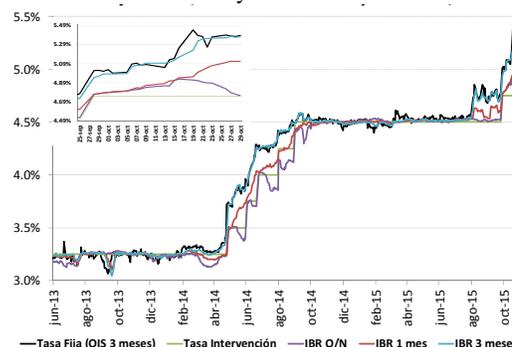
En tercer lugar, al compilar las encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros publicadas por ANIF y Citibank<sup>49</sup>, se encuentra que de las 34 entidades encuestadas un 82% (28 entidades) recomienda que la tasa aumente 25 p.b. a 5,0%, un 9% (3 entidades<sup>50</sup>) recomienda un incremento a 5,25% y el 9% restante (3 entidades<sup>51</sup>) señala que la tasa debería permanecer inalterada. El 94% (32 entidades) espera que la tasa aumente 25 p.b. a 5,0%, el 3% (1 entidad<sup>52</sup>) espera que se anuncie un aumento de 50 p.b, y el 3% restante (1 entidad<sup>53</sup>) espera que la tasa permanezca en 4,75%. El Gráfico 43 presenta el resumen de los resultados de estas encuestas, cuyos detalles pueden ser consultados en el Anexo 6.

En el Gráfico 44 se muestra la evolución de las expectativas de la tasa de política monetaria para diciembre de 2015 de acuerdo con la encuesta de Citibank. Entre septiembre y octubre la tasa esperada en promedio pasó de 4,72% a 5,19%.

En el Gráfico 45 se muestran el IBR *overnight*, el IBR a 1 mes y el IBR a 3 meses. También se incluyen la tasa de intervención del BR, y la tasa fija del OIS a 3 meses de *Bloomberg*<sup>54</sup>.

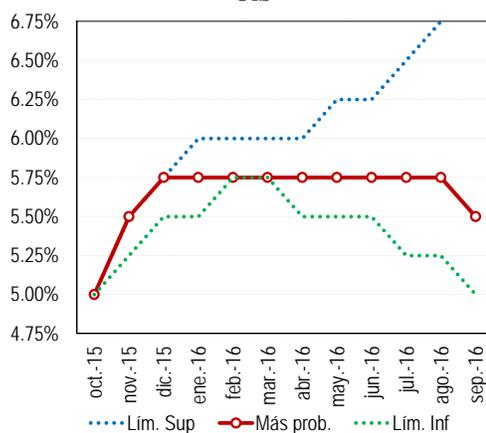
El 29 de octubre el IBR *overnight*, el IBR a un mes y el IBR a tres meses se ubicaron en 4,75%, 5,12% y 5,37%, respectivamente. La tasa fija del OIS de tres meses extraída de *Bloomberg* fue 5,38%. De acuerdo con estimaciones del DODM a partir de las tasas de los OIS<sup>55</sup>, para la próxima reunión de la JDBR se espera que la tasa de referencia sea incrementada 25 p.b. a 5,0%; y para diciembre de este año se estima una tasa de 5,75% (ant: 5,0%) (Gráfico 46, Cuadro 3, y Anexo 7).

**Gráfico 45: Tasa Fija del OIS, Tasa de Intervención y Tasa IBR o/n**



Fuente: *Bloomberg* y Banco de la República. Cálculos: Banco de la República

**Gráfico 46: Tasa de Política Monetaria implícita - OIS**



Fuente: *Bloomberg*, Cálculos: Banco de la República.

<sup>49</sup> Encuestas publicadas el 26 (Anif) y el 28 de octubre (Citibank). En caso que una entidad hubiera sido encuestada por Anif y Citibank, se tomó el dato de la encuesta de Citibank. En esta ocasión, el Banco Agrario y JP Morgan respondieron en la encuesta de Anif que recomendaban un incremento de 50 p.b. pero esperaban uno de 25 p.b, mientras en la encuesta de Citibank Banco Agrario respondió que recomendaba y esperaba un aumento de 50 p.b. y JP Morgan señaló que no esperaba ningún incremento aunque recomendaba un aumento de 50 p.b. El Banco Popular respondió en la encuesta de Anif que esperaba un cambio de 25 p.b. en la tasa pero no lo recomendaba, mientras que en la encuesta de Citibank respondió que espera y recomienda dicho incremento. Corficolombiana esperaba y recomendaba un incremento de 25 p.b. de acuerdo con la encuesta de Anif, pero en la de Citibank manifestó que esperaba un incremento de 25 p.b, aunque no lo recomendaba.

<sup>50</sup> Anif, Banco Agrario y JP Morgan.

<sup>51</sup> Alianza Valores, Camacol y Corficolombiana.

<sup>52</sup> Banco Agrario.

<sup>53</sup> JP Morgan.

<sup>54</sup> Corresponsiente a la tasa fija del *Overnight Index Swap* (OIS) extraída de *Bloomberg*. Los OIS se definen como *swaps* de tasa de interés en los que se intercambia una tasa fija por una tasa flotante, siendo esta última la tasa de interés compuesta de una tasa *overnight*. En una transacción OIS no existe intercambio del principal. Ambas partes acuerdan intercambiar al vencimiento del swap el diferencial entre la tasa fija pactada y la tasa flotante, por el nominal acordado. El pagador (quien paga la tasa fija y recibe la tasa flotante) se beneficiará ante un incremento en las tasas y el receptor (quien recibe la tasa fija y paga la tasa flotante) se beneficiará de una disminución en las tasas.

<sup>55</sup> Con datos al 26 de octubre.

**Cuadro 3**

TPM	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
6.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	8%
6.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	13%	12%
6.00%	0%	0%	0%	0%	11%	23%	26%	30%	34%	29%	21%	13%
5.75%	0%	0%	72%	91%	89%	77%	71%	59%	44%	35%	28%	22%
5.50%	0%	67%	28%	9%	0%	0%	3%	11%	20%	26%	27%	27%
5.25%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	13%
5.00%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
4.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Banco de la República

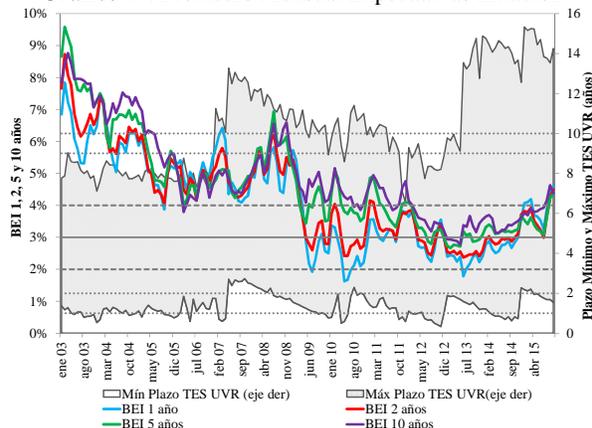
En la última encuesta de expectativas de inflación realizada por el BR<sup>56</sup>, se ve reflejado que la inflación esperada para diciembre de 2015 en promedio se ubica en 5,58% (encuesta anterior: 4,72%). Las expectativas promedio para diciembre de 2016 se ubican en 3,89% (ant: 3,51%) y para octubre de 2017 en 3,46%<sup>57</sup>.

Así mismo, en la encuesta realizada por Citibank<sup>58</sup> se refleja que la inflación esperada para diciembre de 2015 es 5,71%, mientras que hace un mes era 4,86%.

En promedio para lo corrido de octubre (hasta el día 27) frente a los datos promedio de septiembre, las inflaciones implícitas (*Breakeven Inflation*, BEI) que se extraen de los TES en pesos y UVR han aumentado para plazos a 2, 3 y 5 años (28 p.b, 26 p.b. y 16 p.b., respectivamente), mientras que para el plazo a 10 años ha disminuido (24 p.b.). De esta manera, los BEI a 2, 3, 5 y 10 años se ubicaron en 4,51%, 4,44%, 4,39% y 4,39%, respectivamente (Gráfico 47 y Gráfico 48)<sup>59</sup>.

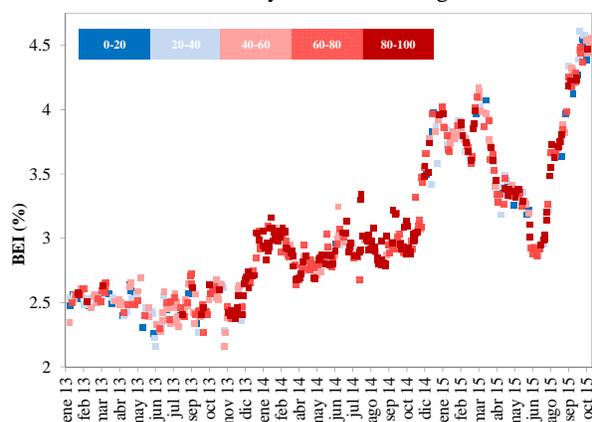
El Gráfico 49 presenta la descomposición del BEI a 2 y 5 años en expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez relativa de los TES en pesos frente a los denominados en UVR<sup>60</sup>. En octubre se espera que en los próximos 2 años en promedio la inflación sea 3,49% mientras que en septiembre se esperaba un dato de 3,52%. Para el plazo de 5 años, la inflación promedio esperada pasó de 3,46% a 3,45%. Por su parte, la prima por riesgo inflacionario promedio de 2

**Gráfico 47: Promedio Mensual Expectativas Inflación**



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 48: BEI a 2 años y Volumen de Negociación UVR**



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República

<sup>56</sup> Realizada entre el 7 y el 9 de octubre.

<sup>57</sup> En la encuesta anterior la inflación esperada para septiembre de 2017 era 3,27%.

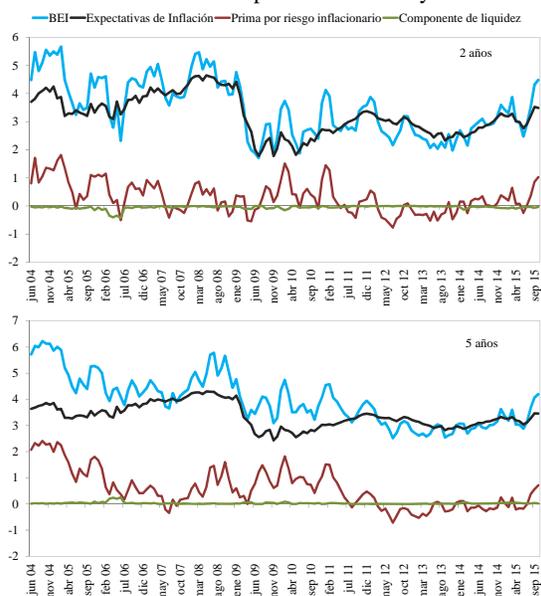
<sup>58</sup> Publicada el 28 de octubre.

<sup>59</sup> Estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación.

<sup>60</sup> Utilizando la metodología implementada en Espinosa, Melo y Moreno (2015). *Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del Gobierno colombiano*. Borradores de Economía. 903. Banco de la República. Esta metodología toma como referente el último dato disponible para cada mes.

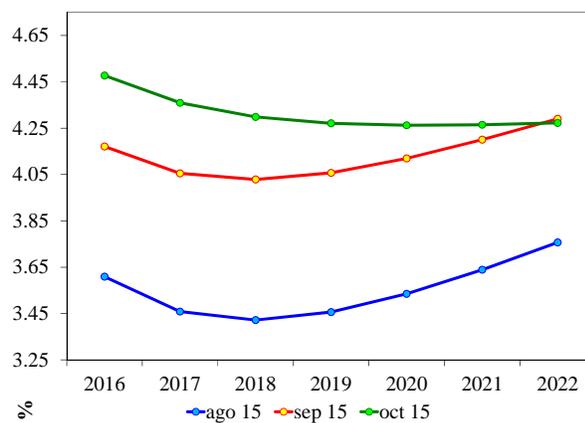
años pasó de 0,85% en septiembre a 1,02% en octubre, al tiempo que la de 5 años pasó de 0,56% a 0,71%. El componente de liquidez no fue significativo en el periodo de análisis.

**Gráfico 49: Descomposición BEI a 2 y 5 años**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.

**Gráfico 50: Inflación esperada (FBEI)**



Fuentes: SEN y MEC. Cálculos: Banco de la República.\* Promedio datos mensuales.

El Gráfico 50 muestra la senda de inflación esperada hasta el año 2022, tomando el promedio de los datos diarios para los meses de agosto, septiembre y octubre de 2015<sup>61</sup>. Las expectativas de inflación de octubre son superiores a las de agosto y septiembre entre los años 2016 y 2021, y similares a los datos de septiembre para el año 2022. Adicionalmente, es posible inferir que los agentes están esperando una senda de inflación decreciente entre los años 2016 y 2020, y estable entre el 2020 y el 2022, de tal forma que para este último año la inflación año completo esperada es 4,27% (esperada en septiembre para 2022: 4,29%).

<sup>61</sup> Cardozo (2010). Incluido en el Anexo del Documento de Curvas del día 23 de julio de 2010.

Finalmente, el Cuadro 4 muestra las expectativas de inflación, tasas de política monetaria y tasas de crecimiento de Colombia, Chile, México, Perú, Brasil, India, Sudáfrica, China y Noruega. Las expectativas de crecimiento económico para el año 2015 desmejoraron para todos los países, excepto para Colombia, en cuyo caso el crecimiento esperado pasó de 2,88% a 2,91%. Los datos de inflación de septiembre se ubicaron por encima de los pronósticos en Colombia, Brasil e India; y por debajo de lo esperado en los demás países. Cabe mencionar que la inflación se encuentra por encima del límite superior del rango meta en los casos de Colombia (2% a 4%), Perú (1% a 3%), Brasil (2,5% a 6,5%) y Chile (2% a 4%). Por último, las expectativas de inflación para diciembre de este año aumentaron para Colombia, Perú, Brasil y China; permanecieron estables en el caso de Noruega, y disminuyeron para los demás países.

**Cuadro 4:** Expectativas Macroeconómicas

	Inflación				Tasa de Política Monetaria			Tasa de crecimiento del PIB			
	Datos Sep. 2015		Esperada a Diciembre 2015		Vigente	Esperada a Diciembre 2015		Últimos datos publicados**		Esperada a Dic. 2015	
	Esp*	Obs	Sep. 2015	Oct. 2015		Sep. 2015	Oct. 2015	Esp*	Obs	Sep. 2015	Oct. 2015
<b>Colombia</b>	5.00%	5.35%	4.72%	5.58%	4.75%	4.72%	5.19%	2.9%	3.0%	2.88%	2.91%
<b>Chile</b>	4.9%	4.6%	4.7%	4.6%	3.25%	3.25%	3.25%	1.7%	1.9%	2.2%	2.0%
<b>México</b>	2.55%	2.52%	2.82%	2.75%	3.00%	3.25%	3.15%	2.1%	2.2%	2.34%	2.31%
<b>Perú</b>	4.11%	3.90%	3.10%	3.4%	3.50%	3.45%	3.55%	3.1%	3.0%	3.1%	3.0%
<b>Brasil</b>	9.48%	9.49%	9.34%	9.85%	14.25%	14.25%	14.25%	-2.1%	-2.6%	-2.70%	-3.02%
<b>India</b>	4.40%	4.41%	5.4%	5.3%	6.75%	7.01%	6.97%	7.4%	7.0%	7.6%	7.5%
<b>Sudáfrica</b>	4.7%	4.6%	4.8%	4.7%	6.00%	6.27%	6.10%	2.0%	1.2%	1.90%	1.5%
<b>China</b>	1.8%	1.6%	1.5%	1.6%	4.35%	4.70%	4.49%	6.8%	6.9%	6.9%	6.8%
<b>Noruega</b>	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	0.75%	0.86%	0.65%	n.d.	1.2%	1.4%	1.3%

Colombia: La inflación esperada es extraída de la encuesta realizada por el BR entre el 7 y el 9 de octubre de 2015. Las expectativas de crecimiento y TPM se tomaron de la encuesta de Citibank.

Perú: Datos obtenidos de Bloomberg.

Chile: Encuesta enviada el 5 de octubre con plazo máximo de recepción el 9 de octubre.

México: Encuesta publicada por el BCM el 2 de octubre. Las expectativas de TPM son tomadas de Bloomberg.

Brasil: Encuesta publicada por el Banco Central el 23 de octubre.

India: Las expectativas de inflación (IPC), TPM y crecimiento son obtenidos del consensus forecast del FocusEconomics.

Sudáfrica: Datos obtenidos de Bloomberg.

China: Datos obtenidos de Bloomberg. Las expectativas de TPM y crecimiento son obtenidas del consensus forecast del FocusEconomics.

Noruega: Datos obtenidos de Bloomberg.

\* Dato sujeto a actualizaciones constantes hasta momentos previos a la publicación del dato.

\*\*Todos los datos corresponden al 2T15, salvo los de China. En este último caso aparece el dato del 3T15.

## Conclusiones

En Colombia, al comparar los datos entre el 25 de septiembre y el 28 de octubre de 2015, se encuentra que en promedio las tasas cero cupón de los TES en pesos aumentaron 18 p.b. y 26 p.b. en los tramos corto y medio, respectivamente, al tiempo que disminuyeron 30 p.b. en el tramo largo. De esta manera la pendiente disminuyó 48 p.b. La correlación de 60 días entre las tasas de largo plazo de Colombia y las de los bonos del Tesoro de EE.UU. pasó de -52% a -10%<sup>62</sup>. La correlación a 30 días pasó de -30% a -25%.

Después de la última reunión de la JDBR los TES de corto y mediano plazo se desvalorizaron mientras que los de largo plazo se valorizaron. El incremento de las tasas de los tramos corto y mediano está relacionado con el aumento de la tasa de política (sorpresivo para algunos agentes) y expectativas de mayores incrementos que fueron reforzadas luego de conocerse el dato de inflación el cual resultó superior al esperado. Las desvalorizaciones del tramo corto estuvieron mitigadas por las compras realizadas por entidades públicas en ese tramo como se verá más adelante.

La valorización del tramo largo estuvo en línea con la de otros países de la región y obedece a una menor percepción de riesgo ante la recuperación del precio del petróleo durante las primeras semanas de octubre, y expectativas de que la Fed tarde un poco más en comenzar la normalización de su política monetaria. Desde el 25 de septiembre se han presentado entradas de extranjeros al mercado de TES, principalmente en el tramo largo.

A finales de septiembre, luego de conocerse la decisión de la JDBR de incrementar en 25 p.b. la tasa de referencia, las tasas de los TES aumentaron para todos los plazos (en promedio 14 p.b, 26 p.b. y 19 p.b. en los tramos corto, medio y largo, respectivamente), reflejando que esta decisión había sido sorpresiva para la mayoría de agentes del mercado. Los TES de largo plazo compensaron este movimiento luego que se publicaran datos del mercado laboral de EE.UU. que decepcionaron a los mercados, lo cual sumado a lo expresado en las minutas, en las que se señaló que los recientes acontecimientos globales económicos y financieros podrían desacelerar la actividad económica y generar mayores presiones deflacionarias en el corto plazo, llevó a varios analistas a descartar que la Fed comenzaría la normalización de su política monetaria en el año 2015.

En cuanto a la percepción de riesgo local, el IDODM preliminar de octubre aumentó como consecuencia del deterioro de las expectativas de inflación y el incremento en algunos márgenes de cartera. No obstante, este resultado se dio luego de una recuperación de los indicadores de confianza de consumidores, comerciantes e industriales de septiembre, que mejoraron el indicador de ese mes. Respecto a la percepción de riesgo a nivel global, los indicadores mejoraron ante expectativas de amplias condiciones de liquidez en el mercado internacional por la continuidad de las políticas expansionistas de la Fed y del BCE, y las medidas adoptadas por el Banco Central de China.

Con relación a las expectativas sobre el movimiento de la tasa de referencia del BR en su próxima reunión, de acuerdo con las encuestas realizadas por Fedesarrollo y la BVC, *Bloomberg* y la compilación de las encuestas de Anif y Citibank, las tasas esperadas promedio son 4,98%, 5,0% y 5,0%, respectivamente.

A su vez, en promedio los BEI para 2, 3, 5 y 10 años en lo corrido de octubre ha presentado variaciones de +28 p.b, +26 p.b, +16 p.b. y -24 p.b, respectivamente. De esta manera, los BEI a 2, 3, 5 y 10 años se ubican en en 4,51%, 4,44%, 4,39% y 4,39%, respectivamente.

---

<sup>62</sup> Desde el año 2007 la correlación con datos diarios es 74%.

## Anexo 1

	Valor actual 23 de octubre	Variación desde última junta BR	Variación desde mayo 2013	Variación año corrido	Variación año completo	Niveles desde última junta BR	Niveles desde mayo 2013	Niveles año corrido	Niveles año completo
<b>TOTAL GBI-EM GLOBAL*</b>	<b>328.6</b>	<b>1.9%</b>	<b>8.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>4.1%</b>	<b>322.5</b>	<b>301.7</b>	<b>317.3</b>	<b>315.7</b>
<b>ASIA</b>	<b>212.1</b>	<b>2.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>207.1</b>	<b>200.2</b>	<b>206.6</b>	<b>203.7</b>
India**	762.2	1.5%	23.6%	7.7%	13.0%	751.0	616.5	707.7	674.5
Indonesia	464.6	5.0%	0.1%	0.6%	4.0%	442.6	464.2	461.7	446.9
Malasia	167.3	1.5%	6.8%	3.8%	3.1%	164.8	156.7	161.2	162.2
Filipinas	142.6	1.5%	0.0%	3.9%	6.1%	140.5	142.6	137.2	134.5
Tailandia	216.5	0.9%	13.3%	3.4%	5.8%	214.6	191.2	209.3	204.7
<b>EUROPA</b>	<b>304.2</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.5%</b>	<b>296.6</b>	<b>276.5</b>	<b>289.9</b>	<b>291.0</b>
Polonia	329.4	1.2%	10.2%	1.9%	2.3%	325.5	298.9	323.2	321.8
Turquia	466.2	5.0%	8.2%	0.1%	4.4%	444.0	430.7	465.9	446.8
Rumania	131.6	1.2%	19.7%	3.5%	5.3%	130.1	109.9	127.2	124.9
Rusia	216.1	5.4%	7.3%	28.5%	10.5%	205.1	201.4	168.2	195.7
<b>MEDIO ORIENTE/ÁFRICA</b>	<b>373.6</b>	<b>1.5%</b>	<b>10.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>368.2</b>	<b>337.0</b>	<b>356.2</b>	<b>356.1</b>
Nigeria	171.1	6.3%	32.1%	19.8%	n.d.	160.9	129.6	142.8	151.5
<b>LATINOAMÉRICA</b>	<b>427.7</b>	<b>1.3%</b>	<b>9.3%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>422.2</b>	<b>391.4</b>	<b>416.0</b>	<b>412.6</b>
Chile	128.6	0.5%	11.6%	2.5%	3.6%	128.0	115.3	125.4	124.1
Perú	175.9	3.8%	-4.3%	-2.7%	-2.7%	169.5	183.9	180.9	180.8
Brasil	493.5	0.9%	11.9%	1.7%	2.5%	489.3	440.9	485.2	481.6
Colombia	357.5	1.3%	3.5%	1.7%	1.0%	353.0	345.5	351.5	353.9

\* El *Government Bond–Emerging Market Index (GBI-EM)* es un índice que sigue el comportamiento de los bonos denominados en moneda local de algunos países emergentes. Para ingresar al índice el Producto Nacional Bruto debe estar por debajo del índice ICC publicado por el Banco Mundial durante tres años consecutivos y cumplir con ciertas condiciones de registro de dichos instrumentos en cada jurisdicción. La ponderación de este índice es establecida mediante la capitalización de los bonos. Particularmente, el *GBI-EM Global* está compuesto por los países cuyos bonos son de más fáciles de replicar.

\*\* El índice de India no compone el *GBI-EM Global*. Este índice hace parte del *GBI-EM Broad* el cual recoge un mayor número de países.

## Anexo 2

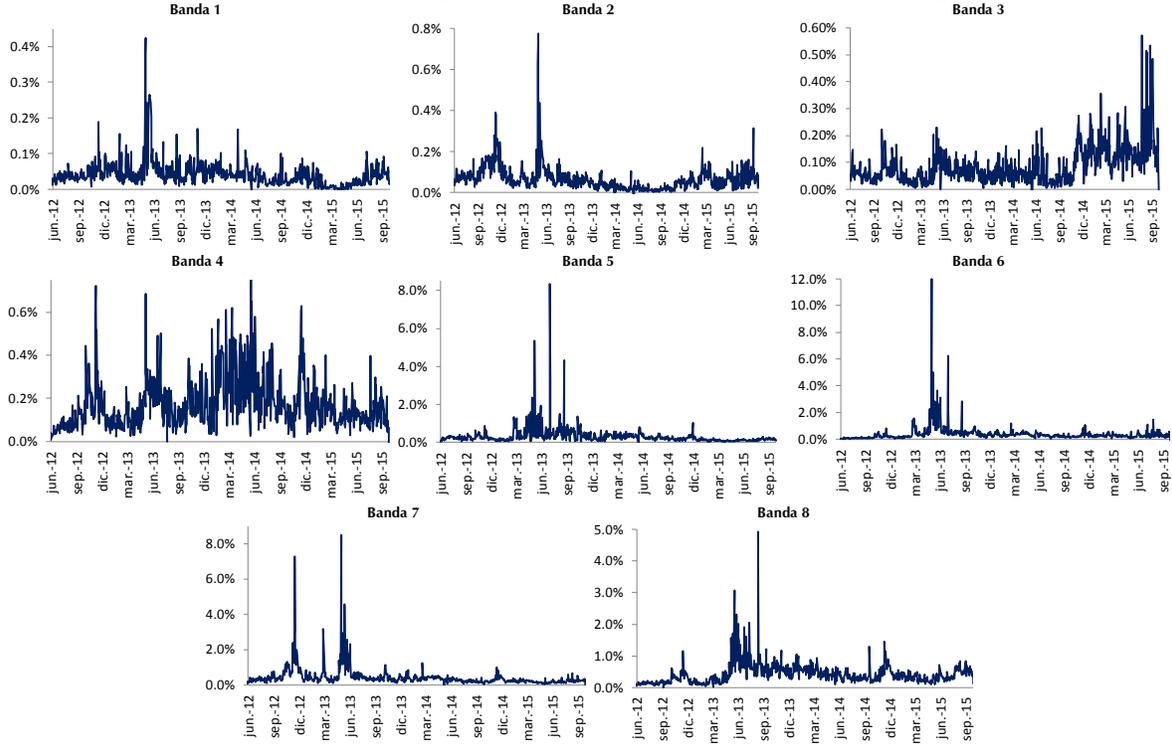
### Compras Netas de TES\* denominados en UVR (Valor Nominal en Millones de Pesos)

	Movimiento Neto en lo Corrido de 2015	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde Anuncio de JP Morgan	Tramo Corto	Tramo Medio	Tramo Largo	Movimiento Neto Desde la Última Reunión de la JDBR
Bancos Comerciales	4'387'910	(695'234)	5'798'829	1'851'672	6'955'267	59'359	238'779	2'393	300'530
Compañía de Financiamiento Comercial	(4'203)	(2'003)	(769)	(25)	(2'798)	-	3'361	-	3'361
Cooperativas	-	3'118	(1)	-	3'117	-	-	-	-
Corporaciones Financieras	294'961	(983'876)	689'876	379'733	85'734	92'201	(31'932)	36'383	96'652
<b>Total EC</b>	<b>4'678'669</b>	<b>(1'677'995)</b>	<b>6'487'934</b>	<b>2'231'380</b>	<b>7'041'319</b>	<b>151'559</b>	<b>210'207</b>	<b>38'777</b>	<b>400'543</b>
Fondos de Pensiones y Cesantías Propia	(7'206)	(16'501)	928	4'644	(10'929)	4'477	(5'596)	2'798	1'679
Fondos de Pensiones y Cesantías Terceros	3'980'224	(4'254'912)	3'096'800	10'095'279	8'937'168	(123'879)	(142'871)	1'761'110	(90'640)
Fondos de Pensiones - Prima Media	-	(7'572)	-	-	(7'572)	-	-	-	-
<b>Total Fondos de Pensiones y Cesantías</b>	<b>3'973'018</b>	<b>(4'278'985)</b>	<b>3'097'729</b>	<b>10'099'924</b>	<b>8'918'667</b>	<b>(119'402)</b>	<b>(148'467)</b>	<b>1'789'008</b>	<b>(88'961)</b>
Sociedades Comisionistas de Bolsa Propia	(103'095)	(149'645)	(3'038)	132'168	(20'515)	86'319	(70'465)	(85'689)	(69'835)
Sociedades Comisionistas de Bolsa Terceros	163'836	9'958	210'026	87'950	307'934	328	15'189	5'833	21'350
Extranjeros	(16'722)	(38'726)	(14'165)	(13'424)	(66'315)	-	-	-	-
Carteras Colectivas Abiertas	50'895	36'386	25'908	9'116	71'411	-	-	-	-
<b>Total Sociedades Comisionistas de Bolsa</b>	<b>60'741</b>	<b>(139'687)</b>	<b>206'988</b>	<b>220'119</b>	<b>287'419</b>	<b>86'646</b>	<b>(55'276)</b>	<b>(79'856)</b>	<b>(48'485)</b>
Sociedades Fiduciarias Propia	(39'069)	(119'604)	(11'627)	(224)	(131'454)	-	-	(1'122)	(1'122)
Sociedades Fiduciarias Terceros	921'541	(1'717'772)	741'903	4'075'277	3'099'407	24'762	73'379	71'248	169'389
Extranjeros***	(343'623)	(536'589)	(20'939)	699'964	142'437	(1'120)	-	10'651	9'531
Carteras Colectivas Abiertas	149'668	153'916	11'637	14'260	179'813	40'453	13'464	(7'285)	46'632
<b>Total Sociedades Fiduciarias</b>	<b>882'471</b>	<b>(1'837'376)</b>	<b>730'276</b>	<b>4'075'054</b>	<b>2'967'953</b>	<b>24'762</b>	<b>73'379</b>	<b>70'125</b>	<b>168'267</b>
Compañías de Seguros y Capitalización Propia	969'181	(456'714)	9'012	1'654'410	1'287'709	(1'257)	39'192	4'486	42'420
Compañías de Seguros y Capitalización Terceros	2'229	(9)	-	2'229	2'229	-	-	-	-
Total Compañías de Seguros y Capitalización	971'410	(456'723)	9'012	1'656'639	1'289'928	(1'257)	39'192	4'486	42'420
<b>Total Entidades Financieras No bancarias</b>	<b>5'887'641</b>	<b>(6'712'771)</b>	<b>4'125'004</b>	<b>16'051'735</b>	<b>13'463'968</b>	<b>(9'251)</b>	<b>(91'172)</b>	<b>173'663</b>	<b>73'241</b>
Total Entidades Financieras Especiales**	(8'091)	(275'604)	161'479	(52'715)	(166'840)	-	-	-	-
Total Entidades Públicas****	(698'348)	(398'116)	(286'386)	(59'956)	(744'458)	-	-	(206'737)	(206'737)
Otros*****	64'018	(977'285)	(165'317)	1'269'930	127'328	-	5'600	29'152	34'752
Extranjeros	(70'535)	-	(70'551)	-	(70'551)	-	-	-	-
<b>Total Movimiento Neto</b>	<b>9'923'888</b>	<b>(10'041'772)</b>	<b>10'322'715</b>	<b>19'440'375</b>	<b>19'721'318</b>	<b>142'308</b>	<b>124'635</b>	<b>34'855</b>	<b>301'799</b>

**Fuente:** BR. Información actualizada al 23 de octubre de 2015. \* Estimaciones a partir de operaciones de compraventa de títulos contrapago entre terceros y operaciones de compraventa en sistemas externos (420 y 422) registradas en el Depósito Central de Valores (DCV) del BR. Se incluyen emisiones y vencimientos. \*\* Fogafin, Bancoldex, ICETEX, Fogacoop, las Cajas Promotoras de Vivienda de la Nación, el FEN, entre otras. \*\*\* Los recursos de extranjeros son mayoritariamente administrados por Cititrust, Corpbanc Investment Trust, BNP Paribas Securities Services Sociedad Fiduciaria y Fiduciaria Bogotá. \*\*\*\* Dentro de las Entidades Públicas se registran los movimientos del BR. \*\*\*\*\* Dentro de Otros se registran los movimientos de la Bolsa de Valores de Colombia, DECEVAL, la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y Personas Jurídicas.

### Anexo 3

#### Bid-Ask spreads de los TES por bandas al vencimiento (como % del precio mid)

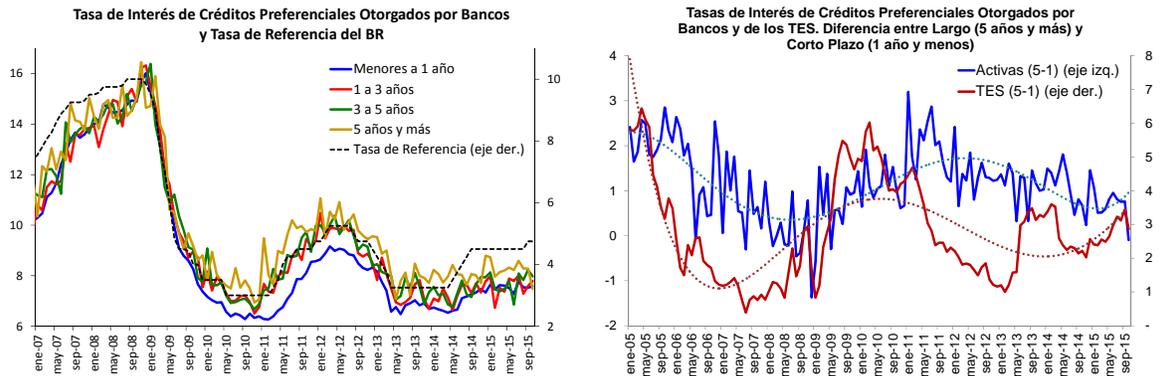


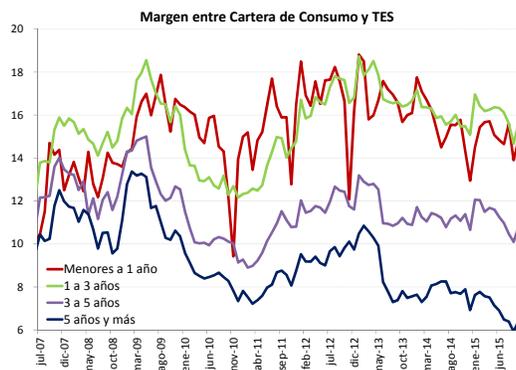
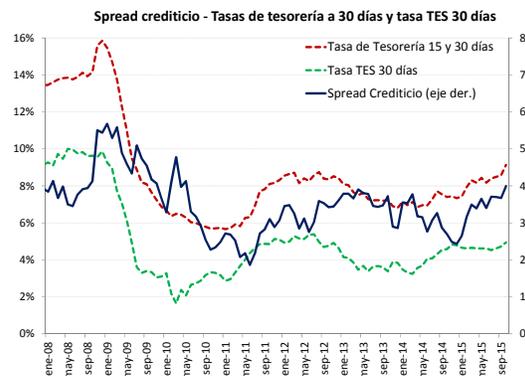
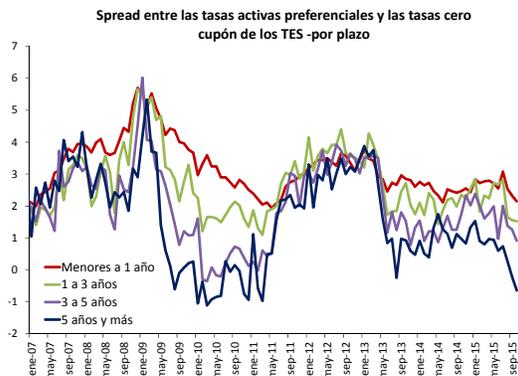
\*Para el cálculo de los *bid-ask spread* se tomaron las puntas activas en el SEN entre las 10:45 am y 10:46 am, de cada día. Las bandas al vencimiento en las que se agrupa la información son las siguientes: 1 (menos de un año), 2 (entre 1 y dos años), 3 (entre 2 y 3 años), 4 (entre 3 y 4 años), 5 (entre 4 y 5 años), 6 (entre 5 y 7 años), 7 (entre 7 y 10 años) y 8 (más de 10 años).

\*\*Para el cálculo del Bid Ask Spread promedio ponderado (gráfico 13.A) se utilizó el saldo de TES del sistema en el DCV para el viernes anterior a la actualización y se utilizaron las mismas bandas.

### Anexo 4

#### Margen entre tasas activas y tasa de TES





## Anexo 5

### Decisiones de Bancos Centrales y Gobiernos

#### Países Desarrollados

En sus reuniones ordinarias, los bancos centrales de Islandia (6,25%), Australia (2,0%), Suecia (-0,35%), Nueva Zelanda (2,75%), la Zona Euro (0,05%)<sup>63</sup>, Canadá (0,5%), EE.UU. (0,0%-0,25%), Inglaterra (0,5%) e Israel (0,10%) mantuvieron sus tasas de política inalteradas, en línea con las expectativas de los analistas. El Banco Central de Inglaterra mantuvo inalterado el monto de su programa de compra de activos en £375 mil millones (este nivel se alcanzó el 1 de noviembre de 2012), y el de Japón decidió mantener su política a través de operaciones de mercado abierto con el fin de que la base monetaria aumente a un ritmo anual de JPY80 trillones.

#### - EE.UU.:

En EE.UU., la Fed publicó el *Beige Book* en el cual informó que entre julio y agosto la actividad económica continuó expandiéndose a un ritmo modesto. Seis distritos vieron un crecimiento modesto, tres reportaron un crecimiento moderado y uno registró una caída en su actividad económica. Adicionalmente, los datos de varios distritos reflejan que el fortalecimiento del dólar ha desacelerado la actividad manufacturera y ha desincentivado el turismo, sin embargo, las perspectivas económicas en general se mantuvieron positivas.

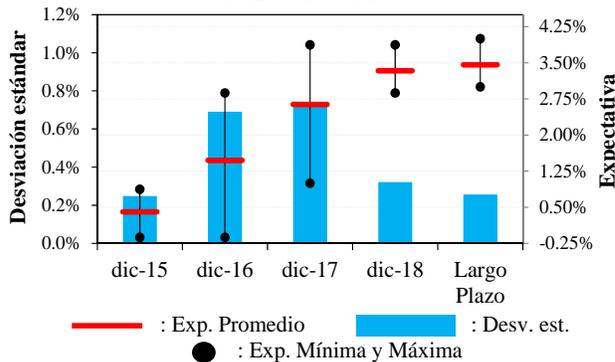
Adicionalmente, en las minutas de la última reunión de la Reserva Federal publicadas el 8 de octubre se señaló que el crecimiento económico se expandió de forma moderada en el 3T15 y que

<sup>63</sup> Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 0,3% y -0,2%, respectivamente.

las condiciones del mercado laboral han mejorado en los últimos meses, aunque se resaltó que la tasa de participación laboral permanece en niveles bajos. Bajo este escenario, los miembros del FOMC indicaron que los recientes acontecimientos globales económicos y financieros podrían desacelerar la actividad económica y generar mayores presiones deflacionarias en el corto plazo, lo que justificó mantener inalterada la tasa de interés de referencia en la reunión de septiembre.

El 28 de octubre la Fed mantuvo inalterada su tasa de interés objetivo entre 0% y 0,25%, en línea con las expectativas del mercado. En su comunicado señaló que la actividad económica continúa expandiéndose a un ritmo moderado y que los indicadores del mercado laboral han mejorado, aunque el ritmo de contrataciones se redujo y la tasa de desempleo se mantiene estable. Además, indicó que la inflación continúa por debajo del objetivo de 2,0%, reflejando las caídas de los precios de energía y de bienes importados no energéticos. Se destaca que la Fed retiró de su comunicado la indicación de que los recientes acontecimientos económicos y financieros a nivel global podrían desacelerar el crecimiento económico y elevar las presiones deflacionarias en el corto plazo, lo que para algunos analistas del mercado incrementó la probabilidad de que el organismo eleve el rango de su tasa de interés de referencia este año.

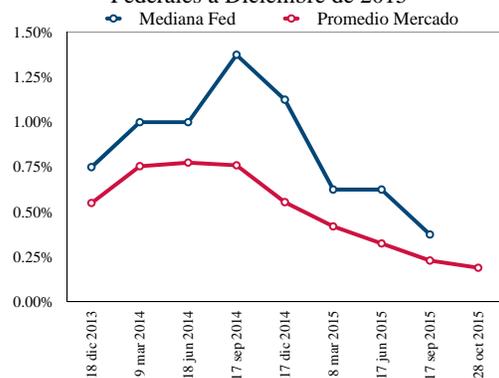
**Gráfico A.1:** Pronósticos de la Fed (Septiembre) Tasa de los Fondos Federales



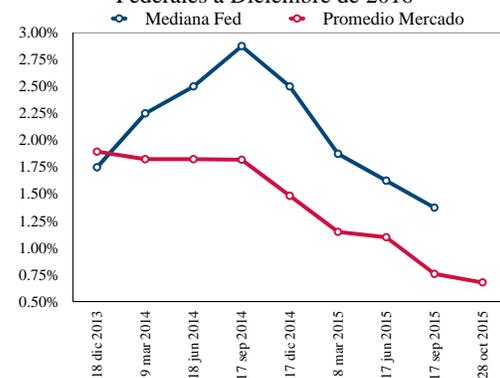
Fuentes: Reserva Federal. Cálculos: Banco de la República

En cuanto a los pronósticos del FOMC sobre las tasas de los fondos federales, en los Gráficos A.1<sup>64</sup>, A.2 y A.3<sup>65</sup> se observa que: i) frente a las últimas proyecciones (junio 2015) las estimaciones para los cierres de 2015 y 2016 se redujeron de tal manera que se descuentan incrementos más suaves de la tasa de política monetaria; y ii) que el mercado continúa anticipando un ritmo de incrementos menor al que pronostica el FOMC.

**Gráfico A.2:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2015



**Gráfico A.3:** Proyecciones de la Tasa de los Fondos Federales a Diciembre de 2016



<sup>64</sup> En este gráfico se presentan algunas estadísticas descriptivas sobre los pronósticos publicados por la Fed en septiembre para la tasa de los Fondos Federales a cierre de los años 2015, 2016, 2017, 2018 y para el largo plazo.

<sup>65</sup> En los gráficos A.2 y A.3 se muestra la evolución de la mediana de las proyecciones de los miembros del FOMC y la proyección promedio del mercado para las tasas de los Fondos Federales a cierre de los años 2015 y 2016.

## - Europa:

En su reunión de política monetaria, el BCE mantuvo inalteradas sus tasas de interés y las medidas de política monetaria no convencionales, señalando que las compras de activos progresaban satisfactoriamente y continuaban teniendo un impacto favorable en el coste y en la disponibilidad del crédito para empresas y hogares. Además, el organismo indicó que será necesario examinar el grado de acomodación de la política monetaria en su reunión de diciembre, destacando su disposición y capacidad para actuar, si procede, utilizando todos los instrumentos disponibles dentro de su mandato a fin de mantener un grado adecuado de estímulo monetario. En cuanto a las expectativas de la tasa de política monetaria del BCE con base en los futuros del índice Eonia, el mercado descuenta que el primer incremento tenga lugar alrededor del tercer trimestre de 2018, luego que el 25 de septiembre descuentan este incremento en el primer trimestre de ese mismo año (Gráfico 33).

Por otra parte, el Banco Central de Suecia anunció que realizará compras adicionales de bonos gubernamentales por un monto de SEK65 billones (USD7,6 billones), extendiendo las compras previamente anunciadas que se realizarán hasta diciembre de este año, de tal forma que el monto total sea de SEK200 billones al cierre de junio del 2016. Adicionalmente, destacó que está preparado para poner en marcha medidas adicionales para estimular la economía y asegurar la recuperación de la inflación<sup>66</sup>, las cuales podrían implementarse incluso por fuera de sus reuniones ordinarias. Finalmente, estimó que los niveles de la tasa de interés de referencia se mantendrán bajos por un periodo mayor al estimado en su última reunión.

## Países Emergentes

Los bancos centrales de Ucrania, Egipto, Angola, Rumania, Namibia, Botsuana, Hungría, Bulgaria, Turquía, República Dominicana, Polonia, Corea del Sur e Indonesia mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en 22%, 8,75%, 10,5%, 1,75%, 6,5%, 6%, 1,35%, 0,01%, 7,5%<sup>67</sup>, 5%, 1,5%<sup>68</sup>, 1,5%, y 7,5%<sup>69</sup>, respectivamente, en línea con lo esperado. El Banco Central de Sri Lanka mantuvo inalteradas sus tasas de interés de préstamos y depósitos en 7,5% y 6,0%, respectivamente. El Banco Central de India la recortó 50 p.b. a 6,75%, mientras que el mercado esperaba un recorte de 25 p.b. Por otra parte, los bancos centrales de Trinidad y Tobago, Guatemala y Serbia recortaron sorpresivamente sus tasas 25 p.b, 25 p.b. y 50 p.b. a 4,5%, 3% y 4,5%, respectivamente; y los bancos centrales de Kazajistán y Uganda, las incrementaron 400 p.b y 100 p.b a 16% y 17%, respectivamente, lo cual tampoco era esperado por el mercado.

En otro escenario, el Banco Popular de China recortó nuevamente sus tasas de préstamos y de depósitos en 25 p.b. a 4,35% y 1,5%, respectivamente, y anunció un recorte del encaje bancario de 50 p.b. a 17,5%, con el propósito de estimular su economía y combatir los bajos niveles de inflación.

En Latinoamérica, los bancos centrales de Brasil, México y Perú mantuvieron inalteradas sus tasas de interés de referencia en línea con lo esperado por el mercado, de tal manera que se ubican en 14,25%, 3% y 3,5%, respectivamente. Por su parte, el Banco Central de Chile incrementó su tasa de interés de referencia 25 p.b. a 3,25%, lo cual era esperado por el mercado.

<sup>66</sup> Estas incluyen ampliar las compras de bonos, intervenciones en el mercado cambiario, la posibilidad de ejecutar compras de otros tipos de activos y la implementación de un programa de préstamos a las empresas a través de los bancos.

<sup>67</sup> Con la medida, la tasa de préstamos (*Marginal Funding Rate*) se mantuvo en 10,75%, la tasa de depósitos (*Borrowing Rate*) en 7,25% y la tasa aplicable a las facilidades de depósitos para los "Primary Dealers" en 10,25%.

<sup>68</sup> Asimismo, mantuvo inalteradas su tasa lombarda (2,50%), su tasa de redescuento (1,75%) y su tasa de depósitos (0,50%).

<sup>69</sup> Las tasas de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad marginal de depósito también se mantuvieron inalteradas en 8,0% y 5,5%, respectivamente.

- **Perú:**

El 15 de octubre, el Banco Central de Perú mencionó en el comunicado que acompañó su decisión que *el nivel de la tasa de referencia es compatible con una proyección de inflación que converge al rango meta en el 2016 y toma en cuenta que: i) las expectativas de inflación convergen gradualmente al rango meta; ii) la inflación ha sido afectada por factores temporales de oferta tales como el aumento de precios de algunos alimentos y tarifas de servicios públicos, y por la depreciación cambiaria, factores que no deberían trasladarse de manera generalizada al resto de precios de la economía; iii) los indicadores internacionales muestran señales mixtas de recuperación de la economía mundial, así como volatilidad en los mercados financieros y cambiarios externos; y iv) la actividad económica se viene recuperando de manera gradual.* Adicionalmente, el organismo señaló que *los indicadores recientes de la actividad productiva y de expectativas empresariales y de consumidores señalan un ciclo económico con tasas de crecimiento del PBI menores a su potencial, pero con un ritmo de crecimiento del PBI mayor en el segundo semestre del año. Para el 2016 se estima que la economía estará creciendo a una tasa similar a la de su potencial.*

- **Chile:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 15 de octubre, el Banco Central de Chile mencionó que *en el ámbito externo, tras la reunión de la Reserva Federal, el dólar se depreció multilateralmente y el precio de la mayoría de los activos más riesgosos se recuperó. No obstante, la volatilidad de los mercados permanece alta. Además, persisten los riesgos en torno a la evolución de la economía china y se han acrecentado las dudas sobre el desempeño de América Latina, en particular de Brasil. Los precios de las materias primas tuvieron movimientos mixtos en el mes.*

En el plano local, el organismo indicó que *el IPC de septiembre fue menor que lo previsto, aunque se espera que la inflación anual siga en niveles elevados. Además, señaló que en agosto, la actividad estuvo por debajo de lo esperado, con una sorpresa que se concentró en el sector minero. Los indicadores de demanda siguen débiles. Los índices de confianza mejoraron en el margen, aunque se mantienen en niveles pesimistas. La creación de empleo privado sigue dinámica y el crecimiento anual de los salarios ha descendido.*

- **México:**

En su reunión de política monetaria llevada a cabo el día 29 de octubre, el Banco Central de México señaló que *la economía mundial ha continuado debilitándose. La modesta recuperación de las economías avanzadas y la persistente desaceleración en las emergentes se han retroalimentado a través del menor dinamismo del comercio internacional y de los mercados financieros. Por su parte, en la zona del euro y en Japón los riesgos a la baja para el crecimiento económico y la inflación se han acentuado, por lo que se espera que en el futuro cercano relajen aún más su postura monetaria. En la gran mayoría de las economías emergentes la actividad económica siguió perdiendo vigor, en parte por los bajos precios de las materias básicas y la desaceleración de China, mientras que el comportamiento de la inflación ha sido más divergente, por lo que la respuesta de política monetaria también ha sido diferenciada entre países. Sin embargo, se espera que las condiciones monetarias a nivel global permanezcan extraordinariamente acomodaticias en el futuro previsible.*

En el plano local, indicó que la actividad *continúa mostrando un crecimiento moderado. Las exportaciones han perdido dinamismo, dada la desaceleración de la demanda externa, los deprimidos precios del petróleo y la reducción de la plataforma de producción. Por su parte, la inversión ha mantenido un crecimiento bajo. Sin embargo, el consumo se ha fortalecido, apoyado por el mayor empleo, el incremento tanto en las remesas como en el financiamiento bancario y los bajos niveles de inflación. Aun así, prevalecen condiciones de holgura en la economía en su conjunto y en el mercado laboral, por lo que no se anticipan presiones generalizadas sobre los precios provenientes de la demanda agregada, ni de los mercados de insumos. En cuanto a la inflación, el organismo señaló que esta ha mantenido su tendencia a la baja, alcanzando niveles mínimos históricos. A este resultado contribuyeron la postura de la política monetaria, la holgura en la economía y los efectos directos e indirectos que sobre los precios al consumidor han tenido las reducciones en los precios de los insumos de uso generalizado, tales como los energéticos, algunas materias primas y los servicios de telecomunicaciones. Hasta ahora, el cambio en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio real se está dando de manera ordenada y gradual. Los precios de las mercancías, en particular de los bienes durables, han continuado aumentando pausadamente, al tiempo que no se han observado efectos de segundo orden derivados del ajuste de la cotización de la moneda nacional. Como reflejo de lo anterior, las expectativas para la inflación general y subyacente al cierre de 2015 continúan disminuyendo a niveles por debajo de 3%, mientras que las correspondientes al cierre de 2016 permanecen alrededor de 3.4%. Por su parte, las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo continúan ancladas muy cerca de 3%.*

Anexo 6

Encuestas de expectativas de analistas de mercados financieros.

Octubre de 2015

Cuadro A5.1

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE BLOOMBERG

Actualizada el 29 de octubre

	Economista	Empresa	Estimación	Fecha
1	Juan David Ballen	Casa de Bolsa	5.00%	16-oct-15
2	Nader Nazmi	BNP Paribas	5.00%	23-oct-15
3	Diego Colman	4cast Inc	5.00%	23-oct-15
4	Miguel Aguirre	Accion Fiduciaria	5.00%	19-oct-15
5	Otman Gordillo	Adcap Colombia	5.00%	28-oct-15
6		Alianza Valores	5.00%	22-oct-15
7	Juana Tellez	BBVA	5.00%	25-oct-15
8	Sergio Olarte	BTG Pactual	5.00%	23-oct-15
9	Fabio Nieto	Banco Agrario de Colombia	5.25%	16-oct-15
10		Banco CorpBanca Colombia SA	5.00%	16-oct-15
11	Andres Langebaek Rueda	Banco Davivienda	5.00%	26-oct-15
12	Rafael Neira Gonzalez	Banco Gnb Sudameris	5.00%	23-oct-15
13	Luciano Rostagno	Banco Mizuho	5.00%	27-oct-15
14	David Cubides	Banco Popular SA	5.00%	19-oct-15
15	Alexander Riveros Saaved	Bancolombia	5.00%	27-oct-15
16	Alejandro Arreaza	Barclays	5.00%	23-oct-15
17	Francisco Rodriguez	BofA Merrill Lynch	5.00%	23-oct-15
18	John Welch	CIBC World Markets	5.00%	28-oct-15
19	Edward Glossop	Capital Economics	5.00%	16-oct-15
20	Andres Pardo	Corp Financiera Colombiana	5.00%	21-oct-15
21	Jose German Cristancho	Davivienda Corredores	5.00%	16-oct-15
22	Orlando Santiago Jacome	Fenix Valor	5.00%	16-oct-15
23	Shiells/Rivett	Informa Global Markets	5.00%	23-oct-15
24	Miguel Ricaurte	Itau Unibanco	5.00%	25-oct-15
25	Ben Ramsey	JP Morgan	5.00%	25-oct-15
26	Luis Arcentales	Morgan Stanley	5.00%	26-oct-15
27	Andres Abadia	Pantheon Macroeconomics	5.00%	25-oct-15
28	Eduardo Bolanos	Positiva Compania de Seguros	5.00%	16-oct-15
29	Juan Felipe Pinzon	Profesionales de Bolsa	5.00%	26-oct-15
30	Pablo Breard	Scotiabank	4.75%	28-oct-15
31	Italo Lombardi	Standard Chartered Bank	5.00%	23-oct-15
32	Rafael De La Fuente	UBS Securities	5.00%	23-oct-15
33	Edgar Jimenez	Univ Jorge Tadeo Lozano	5.00%	27-oct-15
34	Jose David Lopez	Valoralta SA	5.00%	28-oct-15
		<b>Tasa</b>	<b>Obs.</b>	<b>Prob.</b>
		4.75%	1	3%
		5.00%	32	94%
		5.25%	1	3%
		<b>Tasa Esperada Ponderada</b>		<b>5.00%</b>

**Cuadro A6.2**  
**Resultados Encuestas de Expectativas de Citibank y ANIF**  
 Octubre 2015

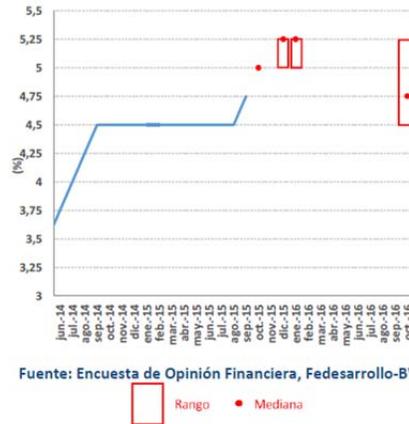
Participantes	TPM en la próxima reunión	¿A cuánto cree que debería ajustar el Banrep?
AdCap	5.00%	5.00%
Alianza Valores	5.00%	4.75%
Anif	5.00%	5.25%
Asobancaria	5.00%	5.00%
Axa Colpatría	5.00%	5.00%
Banco Agrario	5.25%	5.25%
Banco Davivienda	5.00%	5.00%
Banco de Bogotá	5.00%	5.00%
Banco de Occidente	5.00%	5.00%
Banco Popular	5.00%	5.00%
BBVA	5.00%	5.00%
BNP Paribas	5.00%	5.00%
BTG Pactual	5.00%	5.00%
Bultick	5.00%	5.00%
Citibank	5.00%	5.00%
Corficolombiana	5.00%	4.75%
CorpBanca	5.00%	5.00%
Credicorp Capital	5.00%	5.00%
Fidubogotá	5.00%	5.00%
Fiduprevisora	5.00%	5.00%
Grupo Bancolombia	5.00%	5.00%
JP Morgan	4.75%	5.25%
Moodys Economy	5.00%	5.00%
Nomura	5.00%	5.00%
Old Mutual	5.00%	5.00%
Profesionales de Bolsa	5.00%	5.00%
Ultraserfinco	5.00%	5.00%
Cede	5.00%	5.00%
Barclays	5.00%	5.00%
Casa de Bolsa	5.00%	5.00%
Corredores Davivienda	5.00%	5.00%
Fedesarrollo	5.00%	5.00%
Protección	5.00%	5.00%
Camacol	5.00%	4.75%
<b>Promedio</b>	<b>5.00%</b>	<b>5.00%</b>
Mediana	5.00%	5.00%
STDV	0.06%	0.11%
Máximo	5.25%	5.25%
Mínimo	4.75%	4.75%

Cuánto debería ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.25%	9%	3
5.00%	82%	28
4.75%	9%	3
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

Cuánto va a ajustar el BR		
Ajuste	Porcentaje	Número
5.25%	3%	1
5.00%	94%	32
4.75%	3%	1
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>

Cuadro A6.3

**Resultados Encuesta de Expectativas Fedesarrollo y BVC  
Octubre 2015**



**Anexo 7**

**Probabilidades de Escenarios de Tasa de Referencia para las próximas tres reuniones de la JDBR estimados a partir de información del OIS (Bloomberg)**

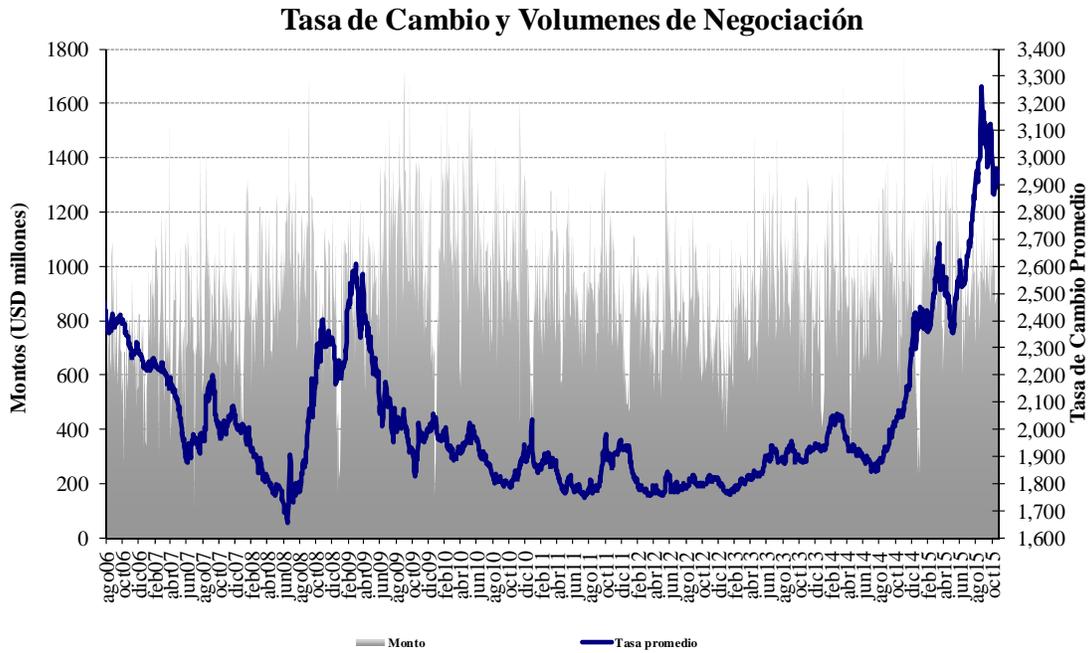
TPM	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16	sep/16
7.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
7.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%
6.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	8%
6.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	13%	12%
6.00%	0%	0%	0%	0%	11%	23%	26%	30%	34%	29%	21%	13%
5.75%	0%	0%	72%	91%	89%	77%	71%	59%	44%	35%	28%	22%
5.50%	0%	67%	28%	9%	0%	0%	3%	11%	20%	26%	27%	27%
5.25%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	8%	13%
5.00%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
4.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

TPM	sep/15	oct/15	nov/15	dic/15	ene/16	feb/16	mar/16	abr/16	may/16	jun/16	jul/16	ago/16
6.50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%
6.00%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	15%
5.75%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	8%	21%	23%
5.50%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	13%	24%	38%	41%	34%	21%
5.25%	0%	0%	0%	0%	27%	55%	68%	73%	61%	44%	28%	19%
5.00%	0%	30%	52%	75%	73%	37%	19%	3%	0%	7%	11%	14%
4.75%	48%	70%	48%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%
4.50%	52%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4.25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

## Anexo 8

### Evolución de la tasa de cambio peso/dólar

Gráfico A8



## Anexo 9

